



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

ALTERNATIVNÍ INVESTICE V SOUDOBÉM OBDOBÍ NÍZKÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB

ALTERNATIVE INVESTMENTS IN THE CONTEMPORARY PERIOD OF LOW
INTEREST RATES.

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Marek Zavadil

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Student: **Bc. Marek Zavadil**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce: **prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**
Akademický rok: 2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Alternativní investice v soudobém období nízkých úrokových sazeb

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je vypracování návrhu na vytvoření investičního portfolia podílového fondu na základě požadavků stanovených managementem jeho správce.

Základní literární prameny:

GLADIŠ, Daniel. Akciové investice. Praha: Grada, 2015, 176 s. : grafy. ISBN 978-80-247-5375-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008, xiii, 135 s. : il. 1 CD-ROM. ISBN 978-80-7179-713-5.

MISHKIN, Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets. Eleventh edition, global edition. Boston: Pearson, [2016], c2016. 724 stran. The Pearson series in economics. Always learning. ISBN 978-1-292-09418-2.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011. ISBN 978-80-7418--28-3.

VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. : grafy, tab. ISBN 978-80-86929-71-2.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

ABSTRAKT

Předmětem diplomové práce je hodnocení vývoje v pokrizových letech a určení dopadů, které ovlivňují současné finančně investiční prostředí v USA, ale také jeho budoucnost a vytvářejí předpoklady pro další rizika, která trh mohou v dalším výhledu postihnout a ovlivnit celosvětový vývoj. Na tomto základě bude sestavováno portfolio podílového fondu, dle zadání jeho správce s obsahem alternativní investiční složky, která jej dokáže vhodně doplnit v soudobém období nízkých úrokových sazeb.

ABSTRACT

The subject of the diploma thesis is to evaluate the development in post-crisis years and to determine the impacts that affect the current financial investment environment in the USA but also its future and create the prerequisites for other risks, which the market can affect in the next perspective and influence the global development. On this basis, a portfolio of the mutual fund will be drawn up, according to the assignment of its manager with an alternative investment component, which can adequately complement it in the current period of low interest rates.

KLÍČOVÁ SLOVA

Hypoteční krize, makroekonomická analýza, podílový fond, ETF, investiční portfolio, alternativní investice, úrokové sazby.

KEYWORDS

Mortgage crisis, macroeconomic analysis, mutual fund, ETF, investment portfolio, alternative investments, interest rates.

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

ZAVADIL, M. *Alternativní investice v soudobém období nízkých úrokových sazeb*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 109 s.
Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc..

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 26. května 2017.

PODĚKOVÁNÍ

Touto cestou bych rád poděkoval mému vedoucímu diplomové práce prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za praktické rady, připomínky a ochotu při zpracování závěrečné práce.

OBSAH

ÚVOD	13
CÍLE PRÁCE.....	14
METODOLOGIE	15
1 TEORETICKO PRAKTICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	17
1.1 Finanční nástroje investičního a neinvestičního charakteru.....	17
1.1.1 Finanční investiční instrumenty.....	17
1.1.2 Finanční instrumenty neinvestičního charakteru	18
1.2 Základní druhy investičních instrumentů.....	18
1.2.1 Základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje.....	18
1.2.2 Cenné papíry „standardních“ fondů kolektivního investování	21
1.3 Vymezení „klasických“ investičních cenných papírů.....	22
1.3.1 Členění cenných papírů dle doby životnosti.....	22
1.3.2 Členění cenných papírů dle jejich majetkové podstaty	22
1.4 Majetkové cenné papíry	23
1.4.1 Základní druhy akcií	23
1.5 Fondy kolektivního investování.....	24
1.6 Podílové listy podílových fondů	24
1.7 Specifické vlastnosti podílových listů podílových fondů otevřeného typu	25
1.8 Faktory investiční strategie při kolektivním investování	25
1.8.1 Fondy akciové.....	26
1.8.2 Fondy indexové.....	26
1.8.3 Fondy růstové	27
1.9 Exchange traded funds	27
1.10 Druhy Exchange Traded Funds	29

1.10.1	ETF standardních vlastností.....	29
1.10.2	ETF specifických vlastností.....	29
1.11	Rizikovitost.....	30
1.11.1	Druhy investičního rizika.....	30
1.11.2	Riziko změn úrokových sazeb	31
1.11.3	Riziko inflační.....	31
1.12	Globální makroekonomická akciová analýza.....	32
1.12.1	Úrokové sazby	32
1.12.2	Inflace	33
1.12.3	Ekonomické a politické šoky	33
2	ANALÝZA SOUČASNÉ SITUACE NA FINANČNÍM TRHU V USA	34
2.1	Současná makroekonomická situace.....	34
2.1.1	Vývoj HDP	34
2.1.2	Vývoj inflace.....	36
2.1.3	Vývoj nezaměstnanosti	38
2.1.4	Vývoj úrokových sazeb	39
2.2	Zadluženost USA	42
2.2.1	Zadlužení domácností	43
2.2.2	Zadlužení státu	44
2.3	Kvantitativní uvolňování.....	46
2.3.1	Dopady kvantitativního uvolňování.....	49
2.3.2	Rizika kvantitativního uvolňování.....	50
2.4	Dopady současného stavu na finanční trh.....	51
2.5	Závěry současného stavu finančního trhu v USA	55
3	DOPADY NÍZKÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB NA AKCIOVÝ TRH V USA	57
3.1	Závěry dopadů nízkých úrokových sazeb na akciový trh v USA	59

4	ANALÝZA SOUDOBÉHO STAVU NEMOVITOSTNÍHO A HYPOTEČNÍHO TRHU.....	60
4.1	Závěry analýzy soudobého stavu nemovitostního a hypotečního trhu	63
5	VÝBĚR VHODNÝCH AKTIV A JEJICH VZÁJEMNÁ KOMPARACE.....	64
5.1	Statut fondu	64
5.2	Jádro fondu.....	66
5.3	Alternativní doplnění portfolia.....	69
5.4	Volba benchmarku	71
5.5	Volba vybraných aktiv pro doplnění fondu	72
5.5.1	Public Storage (PSA)	72
5.5.2	Simon Property Group (SPG).....	73
5.5.3	Ventas (VTR).....	75
5.5.4	Preferred Apartment REIT (APTS)	76
5.6	Volba ukazatelů pro srovnání.....	77
5.6.1	Funds from Operations	78
5.6.2	Net Asset Value	79
5.6.3	Dividend Yield.....	79
5.7	Hodnocení vybraných aktiv	79
5.7.1	Public Storage (PSA)	79
5.7.2	Simon Property Group (SPG).....	80
5.7.3	Ventas (VTR).....	81
5.7.4	Preferred Apartment REIT (APTS)	82
5.8	Srovnání výsledkových ukazatelů.....	83
5.9	Komparace vybraných aktiv pro doplnění fondu.....	84
5.9.1	Srovnání s benchmarkem.....	88
5.9.2	Korelace mezi benchmarkem a SPY	89

6	NÁVRH SKLADBY CELKOVÉHO PORTFOLIA	91
6.1	Rozvržení portfolia REIT společností bodovací metodou	91
6.2	Výsledná skladba portfolia.....	92
6.3	Závěr vlastního návrhu portfolia.....	94
	ZÁVĚR	98
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	103
	SEZNAM OBRÁZKŮ	106
	SEZNAM GRAFŮ	108
	SEZNAM TABULEK	109

ÚVOD

Současný stav ekonomického prostředí v rámci celého světa byl velmi silně zasažen v roce 2007 krizí, která odstartovala splasknutím hypoteční bubliny. Od Velké hospodářské krize v roce 1929 se jednalo o největší krizi na finančních trzích, byť je obvyklé, že v rámci hospodářského cyklu přicházejí doby recese a následné konjunktury, tak tato hypoteční krize přinesla zcela něco nového. Co doposud ekonomické teorie neznaly či si vůbec nedokázaly představit.

Dopady krize byly masivní a zasáhly nejen celosvětovou ekonomiku, která si dnes jakýkoliv problém, díky globalizaci velmi rychle přenáší, ale také společnost jako celek, kdy miliony lidí po celém světě přišli o své úspory, práci a vyhlídky na spokojený život. Díky systému, kde omezený počet korporací chtělo dosáhnout vyšších a vyšších zisků, avšak který se utvářel za pomoci celého finančního systému a to od zapojení samotných vlád, regulátorů trhu, kteří neučinili nic pro ochranu trhu, až po samotné společnosti a banky, které se bezostyšně snažily nasytit svůj hlad po osobním profitu.

Tento stav je demonstrován na finančním trhu Spojených států amerických, jakožto představitel největší, nejsilnější ekonomiky světa, ale také trhu s nejdelší tradicí. Z toho důvodu budou zkoumány příčiny, samotné řešení a následné dopady na stav a vývoj tohoto finančního trhu.

Dopady řešení krize, tak jak byly nastavovány a přijímány různé druhy opatření na její potlačení a znovu nastartování ekonomického růstu a prosperity. Kdy oproti zavedeným ekonomickým teoriím byly přijímány zcela nová a nestandardní řešení, ovšem s vyvstáním mnoha otázek, ale především rizik, která pomohla překlenout pouze nejpalcivější symptomy s tím, že samotná podstata žije dále a může do budoucna přivodit problém podstatně větších až katastrofálních dopadů, která mohou změnit finanční svět k nepoznání, tak jak jej známe dnes.

CÍLE PRÁCE

Globálním cílem diplomové práce je vytvořit investiční portfolio otevřeného podílového fondu, dle požadavku investiční společnosti, jež fond spravuje. Jedná se o vypracování návrhu akciového portfolia s doplněním o alternativní složku, která bude aktiva fondu ještě více diverzifikovat a zároveň dokáže nabídnout zajímavou tržní příležitost v soudobém období nízkých úrokových sazeb. Podílový fond nemá omezenou dobu životnosti, ale je plánován na dlouhý investiční horizont.

Pro splnění globálního cíle byly stanoveny následující cíle parciální:

- Analýza současného stavu makroekonomického prostředí v USA.
- Dopady nízkých úrokových sazeb na finanční trh v USA se zvláštním zaměřením na trh akciový.
- Analýza soudobého stavu nemovitostního a hypotečního trhu.
- Výběr vhodných aktiv a jejich následná komparace za účelem výběru nejvýhodnějších z nich.

METODOLOGIE

Pro zjištění znalosti současného stavu ekonomického investičního prostředí v USA, aby mohly být učiněny relevantní kroky pro sestavení vhodného investičního portfolia otevřeného podílového fondu bude provedena makroekonomická analýza. A to analýzou jednotlivých ukazatelů makroekonomického prostředí, kterými jsou vývoj a současný stav úrokových sazeb, HDP, inflace a nezaměstnanosti.

Rovněž bude analyzován stav nemovitostního a hypotečního trhu. Na základě údajů dostupných cenových indexů a stavu prodeje a výstavby nemovitostí na americkém trhu. Pro analýzu hypotečního trhu bude analyzován vývoj úrokových sazeb na poskytovaných hypotečních úvěrech v USA.

V rámci zkoumání alternativ v současném období nízkých úrokových sazeb budou analyzovány tržní příležitosti, dle požadavků správce fondu, ze kterých bude učiněn výběr nejvýhodnějších pro portfolio fondu.

Využito bude k analýze informací a dat jednoho z nejvýznamějších investičních serverů Morningstar.com, pro provedení výběru vhodných společností za účelem jejich hodnocení podle vhodnosti dle zadaných investičních kritérií správcem fondu.

Dle metodik, které jsou pro dané tržní investiční nástroje vhodné budou stanoveny potřebnými výpočty aktuální hodnoty, které je umožní ohodnotit a následně provést jejich vzájemnou komparaci. V tomto případě bude užito bodovací metody při diferencovaných vahách k vyhodnocení vybraných ukazatelů.

Samotné informační podklady budou vycházet z dat dostupných na internetu a výpočty pro sestavování bodovací matice budou provedeny v kancelářské aplikaci MS Excel.

V závěru bude provedena syntéza dosažených výsledků a na základě jejich hodnot bude zpracováno investiční doporučení pro daný podílový fond. Dále také bude vyhodnoceno v jakém poměru se vybraná aktiva budou alokovat do výsledné skladby portfolia, dle

požadavků jeho spávce. Tak aby mohl být nabídnut koncovým klientům jako investiční nástroj pro jejich investiční záměry.

Diplomová práce je sestavována dle podkladů, informací a tržní situace ke konci roku 2016.

1 TEORETICKO PRAKTICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

1.1 Finanční nástroje investičního a neinvestičního charakteru

V rámci globalizovaného ekonomického světa je možné se setkat s mnoha druhy investičních nástrojů, které v rámci finančního systému, který je součástí systému ekonomického plní rozličné funkce, ačkoliv spolu souvisejí, jsou ze své podstaty odlišné. Z tohoto důvodu je třeba existence mnoha různých druhů finančních nástrojů, které jsou schopny nabídnout potřebnou škálu rozličných vlastností.¹

1.1.1 Finanční investiční instrumenty

Základní předpoklad fungování finančního systému je zajišťování funkce depozitní a kreditní, kdy jsou finanční prostředky investorů přeměňovány na kapitál. Obě tyto funkce jsou na sobě závislé, ale především žádné transakce investičního charakteru nelze provádět jinak než skrze investiční nástroje, tedy finanční investiční instrumenty.

Finanční investiční instrumenty představují právní doklady o tom, že v minulosti došlo k realizaci transakce, kdy investor svoje prostředky skrze finanční trh proměnil v kapitál, kdy dopady této transakce trvají do dnešních dní. Důležitá je také různá škála těchto instrumentů, jakožto dopad různosti transakcí, které na finančním trhu probíhají a z toho důvodu je třeba mít k dispozici prostředky s různým nastavením a vlastnostmi, tak, aby mohly vyhovět požadavkům investorů.

Kromě samotné základní funkce depozitní a kreditní jsou využívány finanční investiční instrumenty prakticky ve všech oblastech finančního systému, bez nichž by nebylo možné například diverzifikovat portfolia, nebo provádět fiskální a monetární politiku.²

¹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 200.

² Tamtéž, s. 200.

1.1.2 Finanční instrumenty neinvestičního charakteru

Mimo instrumenty investičního charakteru, tedy těch, které přímo plní funkci depozitní a kreditní, tedy jako nástroj přeměny finančních prostředků na investiční kapitál. Tak také musí existovat nástroje neinvestičního charakteru, které slouží ostatním, nicméně neméně důležitým funkcím finančního systému. Mezi ně počítáme funkce platební, ochrany proti riziku, regulace finančního systému státem, atd. Kromě toho se také může jednat o smluvní kontrakty, které souvisejí s poskytováním různých druhů finančních služeb, jako například smlouvy týkající se úschovy, uložení, nebo správy cenných papírů, ale také další různé druhy smluv zajišťujících pojištění, atd.³

1.2 Základní druhy investičních instrumentů

Na finančních trzích vyspělého světa se setkáváme s velkou škálou investičních instrumentů, kde jejich základ tvoří tzv. základní („klasické“) druhy instrumentů, ale také další druhy, které rozšiřují a tvoří nástavbu, kdy jsou různě závislé na svém „základu“. Dokonce také vůbec nemusejí souviset s finančními instrumenty, ale s nástroji reálnými.

Samozřejmostí je různorodost členění investičních nástrojů, dle pohledů jednotlivých autorů. Nicméně v tomto případě bude jako základní členění rozděleno do čtyř následujících skupin:⁴

- **Základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje**
- **Termínované derivátové instrumenty**
- **Cenné papíry „standardních“ fondů kolektivního investování**
- **Strukturované produkty**

1.2.1 Základní (tzv. „klasické“) investiční nástroje

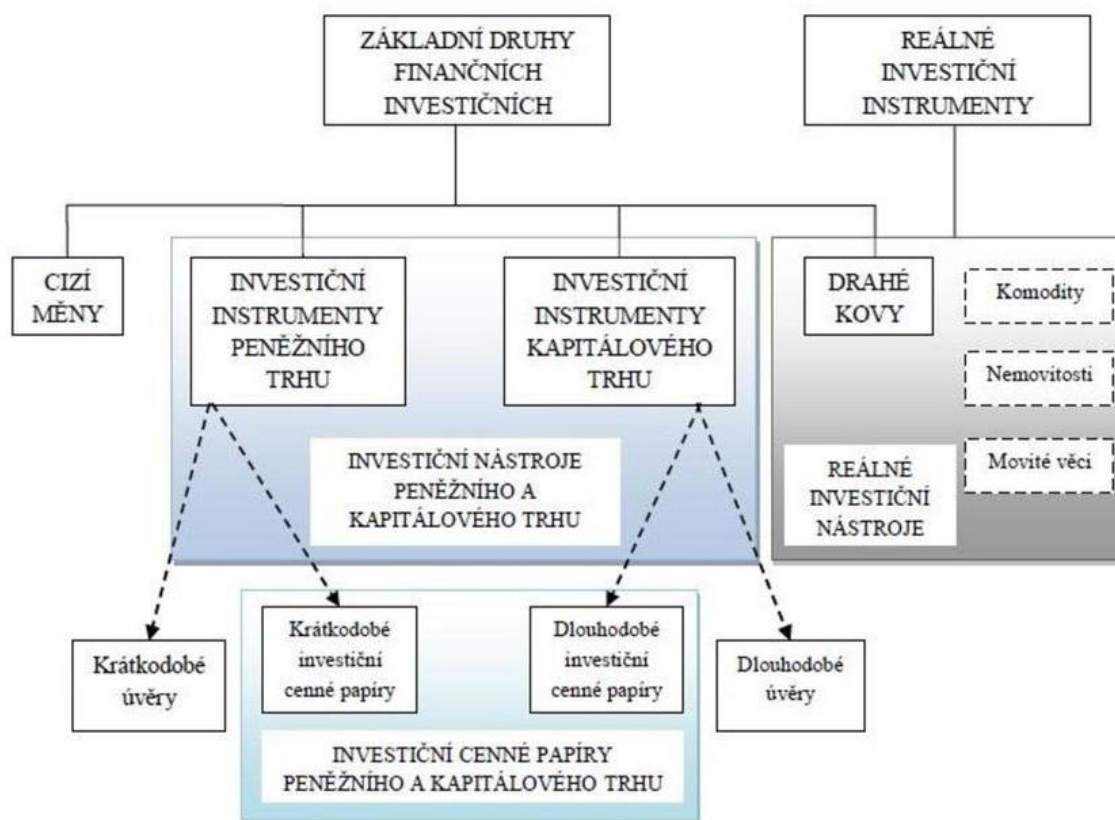
Tyto instrumenty můžeme v základu rozdělit na instrumenty finanční a reálné, tedy ty, které jsou obchodovány jako cenné papíry, ale na druhou stranu ty, které se váží

³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 200 - 201.

⁴ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 201.

k reálným podobám investicí. Hranice mezi nimi dnes již není, tak striktně vymezena, jako v dobách dřívějších, což plyne z důvodu hledání nových investičních příležitostí, jejich financování (či dalších způsobů investování). Kdy vznikají zcela nové druhy investičních nástrojů, které souvisejí s reálnými aktivy, v dnešní době především s komoditami, ale také s nemovitostmi, což je i příkladem výstupu při návrhu portfolia této práce.

Obrázek 1: Základní druhy (tzv. „klasických“) finančních a reálných investičních instrumentů



Zdroj: REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 202.

Z následujícího schematického rozdělení instrumentů plyne, že nejvýznamnějšími druhy finančních investičních instrumentů jsou nástroje peněžního a kapitálového trhu, cizí měny a drahé kovy, resp. komodity.

- **Investiční instrumenty peněžního a kapitálového trhu**

Jako základní druh investičních instrumentů peněžního a kapitálového trhu lze

označit úvěry (včetně „klasických“ vkladů) a „klasické“ investiční cenné papíry. Základem jsou označeny z důvodu, že samy o sobě zabezpečují základní depozitní a kreditní funkci, ale také díky tomu, že mají tzv. základní vlastnosti, které následně od nich přebírají všechny ostatní finanční investiční nástroje. Jejich nejzásadnější společná charakteristika je, že „velikost běžných výnosů plynoucích z jejich držby i vývoj jejich tržních cen nejsou přímo závislé na žádných jiných investičních instrumentech“. To znamená, že jejich cena či výnos je determinován faktem, o jaký konkrétní investiční nástroj jde a jaké má definované vlastnosti, resp. na ekonomické situaci dané situace jeho vzniku.

Úvěry (resp. „klasické“ vklady)

Což jsou individuálně uzavírané obchodní smlouvy, kdy jsou poskytovány prostředky na předem určenou časovou dobu za předem uzavřených úrokových podmínek. Jde tedy o smluvně sjednané, nepřevoditelné, tedy z toho plyne, neobchodovatelné investiční instrumenty.

„Klasické“ investiční cenné papíry

Jejich rozdílem je, že jde o převoditelné, tedy obchodovatelné investiční instrumenty, což definuje jejich základní rozdíl od úvěrů. V čemž vzniká jejich hlavní vlastnost, která je podstatná pro efektivní fungování finančního trhu, kde základním principem je, že je veřejně, resp. burzovně obchodovatelné co největší množství investičních instrumentů.

- **Cizí měny**

Mezi investiční instrumenty lze zařadit i cizí měny, kde je možné spekulovat a obchodovat budoucí očekávání na pokles (depreciaci) či posílení (apreciaci) kurzu dvou vůči sobě zvolených měn či jejich skupin nebo tzv. košů.

- **Drahé kovy**

Jsou vymezenou skupinou komodit, kdy drahé kovy mají ekonomickou vlastnost omezeného množství, resp. nerostných surovin. Z tohoto důvodu se vyznačují vlastností pouze možné spekulace v rámci jejich držby na kapitálový výnos,

tedy, že jejich hodnota do budoucna poroste, kde se realizuje zisk jejich prodejem.⁵

- **Základní druhy reálných investičních nástrojů**

Tyto druhy jsou především komodity, nemovitosti a movité věci, tedy je zřejmá na první pohled jejich odlišnost od finančních investičních instrumentů. Jde o aktiva reálné (hmotné) podoby, které slouží, jak ke spekulacím, tak i jako alternativa uchovatele budoucí hodnoty.

- **Komodity**

Jsou hmotným zastupitelným zbožím, které lze standardizovat a je obchodováno na organizovaných trzích, resp. komoditních burzách i bez své fyzické přítomnosti. Jde tedy především o nerostné bohatství, suroviny či výrobní polotovary, které budou dále zpracovávány.

- **Nemovitosti**

Jsou rovněž chápány jako dlouhodobá aktiva reálné pohody, skrze něž lze realizovat, jak běžný, tak kapitálový zisk. I nemovitosti podléhají tržnímu vývoji z hlediska cenotvorby.

- **Movité věci**

Jedná se o speciální segment investičních nástrojů, které jsou opět reálnými aktivy s velmi dlouhou životností a vysokou „vnitřní“ cenou. Jedná se tak především o cenná umělecká díla, raritní automobily či vzácná vína. Která mohou být sdružována do větších ucelených souborů, resp. sbírek.⁶

1.2.2 Cenné papíry „standardních“ fondů kolektivního investování

Cenné papíry podílových fondů, resp. jejich podílové listy se do jisté míry chovají stejně jako ostatní majetkové cenné papíry. Rozdíl u nich nastává při určování vývoje jejich aktuálního tržní hodnoty, který je dán největší měrou na vývoji kurzů jiných

⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 202 - 204.

⁶ Tamtéž, s. 202 - 204.

investičních nástrojů, resp. těmi, která jsou obsažena v portfoliu daného podílového fondu, které bylo vytvořeno jeho správcem z vkladů individuálních investorů.

Samotná portfolia nemusí být tvořena jen základními „klasickými“ finančními investičními instrumenty, ale mohou obsahovat, jak reálná aktiva, další druhy derivátových nástrojů, ale i podílovými listy jiných podílových fondů.⁷

1.3 Vymezení „klasických“ investičních cenných papírů

Jedná se o základní investiční instrumenty finančního trhu, které představují základní konstrukci investičních cenných papírů. Také jsou emitovány na finančních trzích prostřednictvím primárního trhu, resp. mohou být dále obchodovány na sekundárním trhu.

Dále budou rozděleny, dle dvou výchozích hledisek a to délky životnosti a majetko-právní podstaty cenného papíru.⁸

1.3.1 Členění cenných papírů dle doby životnosti

- **Cenné papíry peněžního trhu** – vyznačují se životností do jednoho roku.
- **Cenné papíry kapitálového trhu** – jejich splatnost je dlouhodobá, resp. více než jeden rok až do časově neohraňčeného období.

1.3.2 Členění cenných papírů dle jejich majetkové podstaty

- **Dluhové cenné papíry**
- **Majetkové cenné papíry**

⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 205.

⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 210 - 211.

1.4 Majetkové cenné papíry

V rámci tohoto označení bereme jako „klasické“ majetkové cenné papíry, primárně podnikové akcie. Jejichž nákupem se investor stává spoluvlastníkem akciové společnosti, resp. nabývá práv akcionáře jako společníka v podniku.

Hlavní význam korporátních akcií je v tom, že podnik získává jejich emitováním peněžní prostředky vlastního kapitálu, který má k dispozici na neomezeně dlouhou dobu. Díky tomu jsou vůči srovnání s dluhopisy výnosnější a dokáží tak přilákat investorskou pozornost. Akcie nabízí oba základní druhy výnosů a to jak běžný, tedy pravidelně vyplácenou dividendu. Tak kapitálový, kde se spekuluje na volatilitu kurzu akcie, resp. jejím obchodováním.

1.4.1 Základní druhy akcií

- **Akcie kmenové (obyčejné)**

Jedná se o druh akcií, který v sobě obsahuje základní práva akcionáře, tedy právo účastnit se a hlasovat na valných hromadách, právo na dividendu a právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku.

- **Akcie prioritní (preferenční)**

Od kmenových akcií se liší především v záměru společnosti, kdy jejich emitováním získává nový přísun prostředků, nicméně bez rozměňování poměru hlasovacích práv. Kdy prioritní akcie se vyznačují tím, že mají přednostní právo na výplatu dividendy i případného podílu na likvidačním zůstatku, avšak právě s absencí hlasovacího práva. I z hlediska základních možností výplaty dividendy, může podnik stanovit buď výplatu s fixní, nebo variabilní sazbou. Jejich emitování je však omezeno legislativou daného státu, jaký možný maximální podíl na základním kapitálu jich podnik může emitovat.

Co je podstatné, tak do tohoto výčtu se nepočítají akcie investičních fondů, které se svojí podstatou počítají do cenných papírů kolektivního investování.⁹

1.5 Fondy kolektivního investování

Cenné papíry fondů kolektivního investování jsou emitovány buď investičními společnostmi nebo investičními fondy, kde jsou podmínky pro jejich emitenci velmi přísně regulovány a vždy přesně legislativně vymezeny. Jejich podoba je velká s klasickými majetkovými cennými papíry, avšak vývoj jejich aktuální hodnoty (případně tržních kurzů, resp. cen) je dán závislostí na vývoji tržních cen jiných investičních instrumentů, které jsou zahrnuty v portfoliu příslušného podílového fondu. Dané portfolio může být správcem vytvořeno, dle míry legislativní úpravy, libovolně, ale musí být přesně definováno statutem fondu, což je uloženo v České republice zákonem č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a fondech.¹⁰

1.6 Podílové listy podílových fondů

Základní vlastností při nákupu podílových listů je fakt, že podílové fondy nejsou právními subjekty, ale pouze soubory majetku, který náleží podílníkům daného podílového fondu v poměru podle počtu vlastněných podílových listů. Tedy investiční společnost pouze spravuje vklady podílníků, dle statutu příslušného podílového fondu a zůstávají tak jejich vlastním majetkem. Aktuální hodnota podílového listu, je tak dána hodnotou majetku připadající na jeden podílový list.

I podílové fondy jsou tvořeny buď jako otevřené, což pro tuto práci bude výchozí předpoklad a uzavřené. Kdy základním rozdílem u otevřeného je ten, že investiční společnost má za povinnost v případě žádosti o odkup podílových listů podílníkovi vyhovět a vyplatit mu ekvivalentní částku vyjádřenou v peněžních prostředcích. Podílníci, tak mají možnost libovolně do fondu přicházet a odcházet. Oproti investičním

⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 210 - 216.

¹⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 562.

fondům je i zakládání podílového fondu snažší, díky tomu, že nejde o právní subjekt a odpadá tak problém a náklady s nově zřizovanou společností.¹¹

1.7 Specifické vlastnosti podílových listů podílových fondů otevřeného typu

Jedním z nejvýznamnějších faktů je, že podílové fondy otevřeného typu jsou zakládány na dobu neurčitou a nemají tak předem definovanou dobu životnosti či výplaty prostředků podílníkovi. Není tak omezeno vydávání podílových listů ani jejich emitovaný počet. Jak bylo řešeno v předchozím odstavci, tak v případě podílového fondu otevřeného typu má investiční společnost za povinnost na požádání podílníka vykoupit jeho podílové listy za cenu, která je určena jejich aktuální hodnotou, což představuje podíl aktuálního majetku fondu připadající na jeden podílový list. Plyne z toho další skutečnost, že díky tomuto, nejsou standardně podílové listy obchodovány na organizovaných sekundárních trzích, byť existují výjimky jako například ETF (resp. Exchange Traded Funds) a také u nich neexistuje diskont, ovšem statutem fondu může být definován vstupní či výstupní poplatek, ať již nominálně nebo procentuálním výpočtem.

Díky těmto vlastnostem jsou tak podílové fondy otevřeného typu jedním z nejrozšířenějších „investičních“ nástrojů pro drobné střadatele.¹²

1.8 Faktory investiční strategie při kolektivním investování

Co od sebe jednotlivé podílové fondy odlišuje je jejich investiční strategie a jejich vytyčené cíle, na základě nichž tvoří rozličná portfolia, která jsou spravována v souladu se zásadami stanovenými pro jejich činnost.

Investiční strategie a nástroje, včetně způsobu správy fondu, pro její dosažení v předmětném podílovém fondu musí být vždy přesně vymezena v jeho statutu, což je právně závazný dokument, který obsahuje všechny legislativně předepsané informace,

¹¹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 564.

¹² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 565.

které jsou určeny pro potencionální investory. Vydaný statut daného podílového fondu musí vždy schválit příslušný regulátor finančního trhu, což v České republice je Česká národní banka a následně se jím i management správce fondu musí řídit.

Z nejdůležitějších faktorů, kromě výběru vhodného podílového fondu a kvalitního, kompetentního správce, jsou i tyto atributy:¹³

- **Investiční strategie fondu a předmětná skladba jeho portfolia**
- **Přípustná rizikovost portfolia**
- **Tuzemská, resp. zahraniční orientace investic**
- **Způsob nakládání s dosaženým hospodářským výsledkem**
- **Aktivní, resp. pasivní správa portfolia**
- **Možné časové omezení existence fondů**
- **Další vlastnosti ...**

1.8.1 Fondy akciové

Akciové fondy patří k rizikovějším, kdy jejich výkonnost závisí na vývoji tržních kurzů jednotlivých, obsažených akciových titulů.¹⁴ Díky závislosti a volatilitě titulů daných podniků se hodí z hlediska podílového investování spíše k delšímu časovému horizontu, který dokáže, částečně, tato rizika rozmělnit. Také většina investičních společností řídí rizika s akciemi spojené, diverzifikací portfolia.

1.8.2 Fondy indexové

Jde o typ fondů, který svoje portfolio uspořádává dle složení vybraných, především akciových burzovních indexů. Kde toto složení aktiv je drženo dlouhodobě bez větších ohledů na aktuální vývoj na finančním trhu.¹⁵

¹³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 566.

¹⁴ Tamtéž, s. 567.

¹⁵ Tamtéž, s. 569.

1.8.3 Fondy růstové

Růstové fondy mají strategii reinvestování dosaženého zisku, čímž zvyšují aktuální hodnotu svých podílových listů. Tento způsob využití výnosů fondu je vhodný zvláště ve chvíli, kdy po určité době držení je kapitálový výnos osvobozen od daně, což v České republice je doba minimální držby alespoň tři roky.¹⁶

1.9 Exchange traded funds

Představují kvalitativně odlišný druh fondů kolektivního investování, kdy se odlišují tradičním standardům podílových fondů. ETF představují vývojový trend v oblasti rozvoje kolektivního investování.

Jedná se o burzovně obchodovatelné fondy, které vznikly primárně v USA, jako indexové investiční fondy, jejichž akcie byly burzovně obchodovatelné. Kdy začaly jako akciové indexové fondy s pasivní správou, avšak postupem času se začaly rozšiřovat o další investiční instrumenty jako dluhopisy, deriváty, komodity či nemovitosti. Kdy v roce 2008 v USA vznikají i ETF fondy s aktivní správou.

ETF jsou ve své podstatě otevřené fondy určené pro drobné i institucionální investory a stejně jako v případě standardních fondů kolektivního investování jsou tvořeny majetkem, který představuje různé druhy aktiv. Ovšem s jejich základní odlišností, že emitované cenné papíry jsou burzovně obchodovatelné.

Jejich zakládání tvoří také rozdíl vůči klasickým podílovým fondům, kdy se zakládají „opačně“, tedy že prvně dojde k založení fondu, což je v nejčastějším případě prováděno velkými investičními společnostmi či investičními bankami, které z vlastního kapitálu fondu založí a následně jej teprve uvolní k veřejnému obchodování. S tím, že zakládají společnost, tzv. sponsor vypracuje prospekt fondu, který obsahuje všechny náležité legislativní požadavky a předloží ho regulátorovi trhu ke schválení. Pokud je takto fond schválen, tak se sponsor dohodne s ostatními autorizovanými účastníky trhu, kteří budou sloužit jako market-makeři, ale také budou zajišťovat

¹⁶ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 572.

likviditu fondu a následné odkupy cenných papírů emitovaných ETF. Autorizovaní účastníci fondu mají možnost vytvářet nové podíly ETF a to tím způsobem, že nakoupí tzv. creation units, tedy velké balíky emitovaných akcií, které následně rozprodají drobným investorům, s tím, že si část nechávají pro případné arbitrážní obchody. Tím se dosahuje toho, že cena jedné akcie odpovídá přibližné hodnotě majetku fondu připadající na jednu akcii. Kurzy akcií jsou tvořeny střetem agregované poptávky a nabídky, resp. stejně jako v případě klasických akcií. Kdy ovšem potřebnou likviditu zajišťují jednotliví autorizovaní účastníci fondu svým výkonem market-makera. Či tuto funkci plní sám sponsor.

Pro samotné investory vyplývají s možností využití ETF fondů značné výhody, kdy nepotřebují velké objemy prostředků na jejich nákup. Dále také nákupem jediného cenného papíru ETF fondu získává investor celé portfolio dalších investičních aktiv, čímž již samo o sobě dochází k diverzifikaci portfolia investora. Ten není ani závislý na jednom správci, který jeho cenné papíry odkoupí, ale jedná se o burzovní kotaci, která zajišťuje dostatečnou likviditu. Investor také nemusí hledat nové obchodníky s cennými papíry, neboť díky stejné licenci a shodnosti příkazů s klasickými akcemi může využívat stále stejných brokerů. Díky burzovní obchodovatelnosti neplatí jako v případě fondů kolektivního investování vstupní ani výstupní poplatky, jen transakční náklady na nákup či prodej daného cenného papíru, které jsou podstatně nižší.

U klasických podílových fondů je hodnota jejich podílových listů či akcií zveřejňována každý obchodní den, naproti tomu u ETF je mění jejich hodnota průběžně, takže se jejich hodnota nemusí vždy rovnat její hodnotě čistého majetku připadající na jednu akcii. Kurz cenného papíru se kótuje průběžně na základě střetu nabídky s poptávkou, zatím co aktuální hodnota majetku NAV (Net Asset Value) se počítá jako ekvivalentní součet kurzů jednotlivých investičních instrumentů skládajících předmětné portfolio se zakomponováním dividendových, kuponových či jiných běžných výnosů. Nicméně i tak arbitrážeri tyto rozdíly velmi rychle odstraňují, tak nebývají tyto rozdíly příliš významné. Avšak pokud se kurz pohybuje dlouhodobě nad jejich vypočtenou čistou hodnotou, tak je to signál pro autorizované účastníky pro tvorbu dalších dodatečných creation units, díky zájmu investorů o investice do příslušného ETF. Pokud je situace

opačná, tak je to opět signál pro autorizované účastníky o opaku a nevůli investorů investovat do daného ETF.¹⁷

1.10 Druhy Exchange Traded Funds

Stejně jako u klasických nástrojů kolektivního investování i ETF vykazují velkou různorodost. A byť se jedná legislativně o otevřené formy kolektivního investování, se všemi náležitostmi a omezeními. Tak mohou i nabývat zcela nových specifických kvalitativních vlastností.

1.10.1 ETF standardních vlastností

Tyto ETF mají ve svých portfoliích stejná aktiva jako klasické fondy podílového investování. Nicméně nejvýznamnější jsou formy ETF fondů s indexovými portfolii s pasivní správou. Kdy mají zcela transparentní portfolio, které kopíruje předem zvolený index, ať již se jedná o akciový, dluhopisový nebo komoditní. Kdy i pasivní správa umožňuje zajistit jejich velmi nízkou nákladovost, kterou musí investor hradit.

1.10.2 ETF specifických vlastností

Zde lze také nalézt ETF, které vykazují vlastnosti, které se u tradičních fondů kolektivního investování nevyskytují. Byť nejde o vlastnosti, které by mít nemohly, ale jde především o kontinuální burzovní obchodování akcií, které umožňuje tyto vlastnosti podstatně lépe využívat.¹⁸

- **Pákové ETF**

Akcie ETF reagují v tomto případě podstatně citlivěji na vývoj promptních tržních cen investičních instrumentů než klasické fondy kolektivního investování, což je dáno tím, že v těchto ETF jsou instrumenty nakupovány vhodnými termínovanými derivátovými instrumenty.

Tedy existují na trhu ETF, které kopírují předem zvolený index

¹⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 574 - 577.

¹⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 577 - 578.

s dvojnásobnou či dokonce trojnásobnou rychlostí.

- **„Bullish“ a „Bearish“ ETF**

Skrze „Bullish“ ETF lze spekulovat na růst trhu a naopak na jeho pokles skrze ETF „Bearish“. Což je dáno tím, že jejich portfolia bývají sestavena s cyklických či naopak anticyklických investičních instrumentů. Kdy, aby bylo možno těchto výkyvů při burzovním obchodování akcií využívat, tak se zpravidla užívá i finanční páky.

- **Další druhy ETF**

Existují samozřejmě i další a velmi rozmanité druhy ETF. Velmi významnou specifickou vlastností ETF je také, že pravidelně vyplácejí dividendy plynoucí z běžných výnosů získaných z jejich držby portfoliových aktiv. Nicméně to již dnes neplatí u všech, kdy aktivně spravované fondy ETF mohou takto získané prostředky místo výplaty investorovi, je dále reinvestovat.

1.11 Rizikovost

Každá investice si nese určitou míru rizikovosti, tedy že investor nedosáhne nejvyšší možné výnosnosti své investice. Je to forma nejistoty investičního instrumentu, že nenaplní očekávané hodnoty výstupu.¹⁹

Základní předpoklady v rámci investic jsou determinovány tzv. investičním trojúhelníkem, který řeší poměr rizikovosti, likvidity a výnosnosti. Tyto složky musí investor zvyšovat při rozhodování o své investici, a pokud například požaduje vysokou výnosnost, tak musí počítat s vysokou rizikovostí a naopak s horší likviditou.

1.11.1 Druhy investičního rizika

Investiční praxe přináší různé druhy rizika, které je již od počátku zamýšlené investice těžké odhadnout, jednak která a jak budou ovlivňovat budoucí investici. Pokud budeme

¹⁹ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 183.

uvažovat veřejně obchodovatelné cenné papíry, tak se nejčastěji můžeme setkat s následujícími riziky:²⁰

- **Riziko změn tržní úrokové míry (resp. úrokových sazeb)**
- **Riziko inflační**
- **Riziko událostí**
- **Riziko insolvence (resp. případného úpadku emitenta)**
- **Riziko ztráty likvidity předmětného finančního instrumentu**
- **Riziko měnové**
- **Riziko právní**
- **Riziko operační**
- **Riziko individuálních vlastností (resp. smluvních ustanovení) jednotlivých investičních nástrojů**

V této práci z hlediska globálního cíle budou nejzásadnější dvě rizika a to změn úrokových sazeb a inflační riziko.

1.11.2 Riziko změn úrokových sazeb

Jedná se o riziko budoucí změny úrokových sazeb, které postihuje tržní ceny naprosté většiny investičních instrumentů, a to jak finančních, tak reálných. Její případný růst působí na snižování aktuální tržní ceny aktiv, která investor drží ve svém portfoliu. Riziko spadá mezi tržní rizika, která jsou nediverzifikovatelná.²¹

1.11.3 Riziko inflační

I růst inflace, resp. cenové hladiny působí na aktuální hodnoty investičních instrumentů, kdy při zvyšující se inflaci rostou nominální míry výnosnosti, avšak to nemusí platit pro reálné hodnoty, které mohou klesat až do záporných hodnot. Rostou také nominální

²⁰ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 183.

²¹ Tamtéž, s. 184.

úrokové sazby a tržní kurzy jednotlivých cenných papírů, kdy následně vykazují vyšší volatilitu. Opět i inflační riziko patří mezi tržní rizika, která jsou nediverzifikovatelná.²²

1.12 Globální makroekonomická akciová analýza

Analyzuje ekonomiku jako celek a řeší stanovování kvantitativních ukazatelů mezi vývojem globálních makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů. Makroekonomický pohled ovlivňuje vývoj akciových kurzů především z hlediska výstupu jeho nejzásadnějších faktorů, mezi které patří:²³

- **Reálný výstup ekonomiky**
- **Fiskální politika**
- **Peněžní nabídka**
- **Úrokové sazby**
- **Inflace**
- **Příliv či odliv zahraničního kapitálu**
- **Kvalita investičního prostředí**

1.12.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby, resp. jejich případný růst značně ovlivňuje výnosnost akciového trhu a to, tak že působí na jeho pokles. Jedním z faktorů je, že tržní hodnota akcie je dána očekávanými budoucími příjmy, které při diskontování zohledňují tzv. diskontní míru, které je tvořena z úrokové sazby tržní, tedy při jejím růstu klesá výsledná tržní hodnota. Dalším významným faktorem je, že při růstu úrokových sazeb dochází k odčerpávání prostředků do dluhopisového trhu a tím pádem se opět tržní ceny akcií snižují. Třetí faktor je růst úrokových sazeb dluhových služeb, které více zatěžují podniky a dochází tak ke snižování jejich výstupu, což má opět negativní dopad na tržní ohodnocení akcií.²⁴

²² REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 184.

²³ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 221.

²⁴ Tamtéž, s. 224.

1.12.2 Inflace

Akciové investice se považují za dobrou investici v případě zvyšující se inflace, což je dáno tím, že investor vstupuje do společnosti jako spoluvlastník a má tak svoji investici v reálném majetku firmy. Může očekávat zvýšený růst nominálního zisku a z něj plynoucích dividend, které tak růst inflace kompenzují. Nicméně negativní stránkou růstu inflace je daňové zatížení, kdy například odpisy, které se počítají z pořizovacích cen se při růstu inflace se snižují. Což vede ke snižování reálného zisku po zdanění, k poklesu dividend a následně k poklesu tržních cen akcií. Na druhou stranu je inflace v případě zadlužení firmy výhodná, kdy rostoucí úroková míra vytváří vyšší náklady na dluhové služby, které vstupují do nákladů, čímž se snižuje zdanitelný základ pro výpočet daně společnosti.²⁵

1.12.3 Ekonomické a politické šoky

Zde jde o významné nečekané události, které mají negativní dopad na hospodářství daného státu, což způsobuje, byť dočasné propady aktuálních tržních kurzů.²⁶

- **Ekonomické šoky** – zde působí například ropné šoky, obchodní a cenové války, inflační šoky, atd.
- **Politické šoky** – významné mohou být válečné konflikty, pády vlád, ale také nečekané volební výsledky (což bylo možné pozorovat například v USA při zvolení novým prezidentem Donalda Trumpa).

²⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 224.

²⁶ Tamtéž, s. 226.

2 ANALÝZA SOUČASNÉ SITUACE NA FINANČNÍM TRHU V USA

Pro práci a pro výslednou skladbu portfolia si bereme jako výchozí „ukazatel“ americký trh, který je investory nejpreferovanější. Má také největší a nejdelší tradici, z čehož plyne i nejrozsáhlejší datová základna, se kterou v rámci této práce budeme nakládat.

Dalším důvodem pro primární zaměření na americký trh je i fakt, že naprostá většina krizí má i zde svůj prapůvod. Tak jako i hypoteční krize z roku 2007, kde nyní mohou zaznívat hlasy, které uvádí, že opět USA bude prapůvodcem možné krize nové. Také dalším faktem je, že se jedná o největší ekonomiku světa, která svým vývojem určuje další vývoj ostatním zemím a velmi zjednodušeně, tak můžeme říci, že americký trh ostatním předbíhá v určitém časovém úseku periody hospodářského cyklu.

2.1 Současná makroekonomická situace

2.1.1 Vývoj HDP

Velmi významným makroekonomickým ukazatelem je hrubý domácí produkt, který vyjadřuje tržní hodnotu finálních statků a služeb vytvořených v dané zemi za určité období. Z hlediska pokrizového vývoje je velmi jednoduše předpokládatelný tlak na jeho propad a právě, dle vývoje HDP, které pokud klesne alespoň ve čtyřech po sobě jdoucích čtvrtletích, tak dle teorií právě označujeme za období krize.

Z hlediska vyprodukovaného hrubého domácího produktu jsou Spojené státy americké největší ekonomikou a prokují největší výstup v rámci srovnání se zbytkem světa.

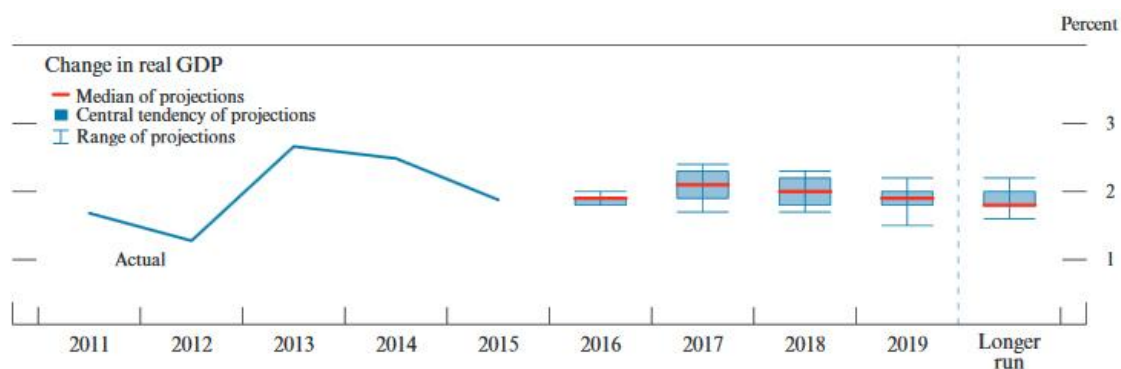
Hrubý domácí produkt, který můžeme pozorovat jako stabilně rostoucí, byť pouze v určitém rozsahu. Reálné HDP se zvýšilo za rok 2016 v roční procentuální sazbě o 2,75 %. Což bylo především způsobeno vyšším růstem ve druhém pololetí americké ekonomiky, kdy v prvním byl půlroční růst pouze jedno procento. Zde jsou příčinou

například stále nízké náklady na úvěry domácností a firem. Rostlo také čisté bohatství domácností, které bylo podpořeno i růstem akciového trhu.

Nicméně z dlouhodobějšího hlediska roste americká ekonomika v průměru jen o 2 % ročně, kdy je nárůst nejpomalejší i ve srovnání s jakoukoliv poválečnou obnovou ekonomiky. Kdy za sníženým růstem můžeme hledat nízké tempo nárůstu pracovní síly. Dalšími důvody je také nízký růst produktivity práce, která rostla jen o jedno procento ročně, což je hluboko pod před krizovými hodnotami. Bylo to způsobeno snížením v oblasti firemních investic a také podpořeno restrukturalizačními změnami v průběhu krize, které firmy zaváděly v souvislosti s úsporami nákladů a to i na zaměstnance. Dalšími faktory se tak jeví i nižší výstup v oblasti inovací, ale také obchodní dynamiky podniků v USA a snižující se konkurenceschopnost na globálním trhu. Byť můžeme také konstatovat, že snižování produktivity výstupu hospodářství se projevuje ve většině vyspělých ekonomik, tedy tento strukturální faktor není specifický jen pro trh USA.

Dopady se projevují také v nerovnoměrnosti rozdělení příjmů, kdy 90 % rodin střední vrstvy má příjmy o 4 % nižší než v roce 2007, kdy výše příjmová skupina střední třídy obyvatelstva si nyní vydělá ve srovnání s před krizovými lety o 4 % více. Tedy je zde patrné, že v rámci vývoje držby bohatství se stále více budou rozevírat pověstné nůžky, které mohou až vymýtit střední třídu obyvatelstva, tak jak ji dnes známe.

Obrázek 2: Vývoj a predikce HDP v USA



Zdroj: Federalreserve.gov

V rámci budoucího vývoje vidíme předpoklad setrvalé hodnoty růstu v oscilaci okolo hodnoty 2 %, tedy se můžeme dostávat do situace, kterou můžeme hodnotit jako sice stabilní, ale částečně také jako určitou parafrázi hranice produkčních možností, které bude v dalších letech USA dosahovat.²⁷

2.1.2 Vývoj inflace

Velmi významnou makroekonomickou složkou pro ekonomický vývoj je sledování inflace. Která nám ukazuje procentuální změnu cenové hladiny ve státě. Inflaci si také můžeme představit, jako meziroční znehodnocování kupní síly nominálních peněžních prostředků či opačně zvyšování cen jednotlivých výrobků. Opačným případem je deflace, která se velmi často projevuje jako snižování cenové hladiny a tedy logicky růstem hodnoty nominálních peněžních prostředků. Deflace často nastává jako důsledek propadu hospodářství a projev krize, kdy dochází ze strany obyvatelstva k odložení spotřeby a jako důsledek dochází k omezení hospodářského produktu státu.²⁸

Jak inflace, tak deflace (tedy při pominutí dalších možných variant) je jedním z klíčových ukazatelů celosvětově všech centrálních bank, které se snaží dodržet jejich primární cíl, čímž je udržení stabilní cenové hladiny a zajištění stabilního ekonomického růstu. Proto je inflace do určité míry žádoucí a to především ve svém očekávaném růstu, resp. udržení stabilních hodnot, kdy většina vyspělých ekonomik skrze svoje centrální banky cíluje inflaci na hodnotu 2 %. Kde nejinak tomu je i v případě Federálního rezervního systému.

Hledisko vývoje inflace a inflačního očekávání zůstává i nyní na stálé hodnotě dvou procent, což můžeme vidět na následujícím grafu, zveřejněném ve zprávě FEDu z února 2017.

²⁷ FED. *Monetary policy report 2017* [online]. Washington D.C.: FED, 2017 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20170214_mprfullreport.pdf

²⁸ SAMUELSON, Paul Anthony a William D. NORDHAUS. *Ekonomie: 18. vydání*. s. 667 – 689.

Obrázek 3: Vývoj a predikce inflačního vývoje v USA

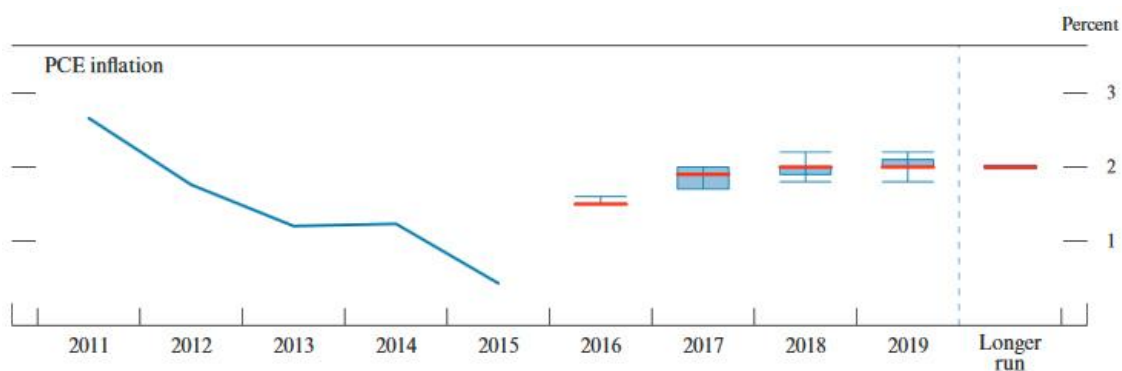


Zdroj: Federalreserve.gov

Kde dle přístupu jednotlivých autorů se očekávání liší v rozmezí 2 – 3 % na horizontu 5 až 10 let v příštím vývoji.

I pokud se podíváme na kratší časový horizont na očekávanou projekci vývoje inflace měřené PCE (personal consumption expenditures) tedy tímto indexem spotřebitelských cen, tak opět vidíme očekávané hodnoty v oscilaci kolem požadovaného inflačního cíle dvou procentních bodů.

Obrázek 4: Vývoj a predikce inflace PCE v USA



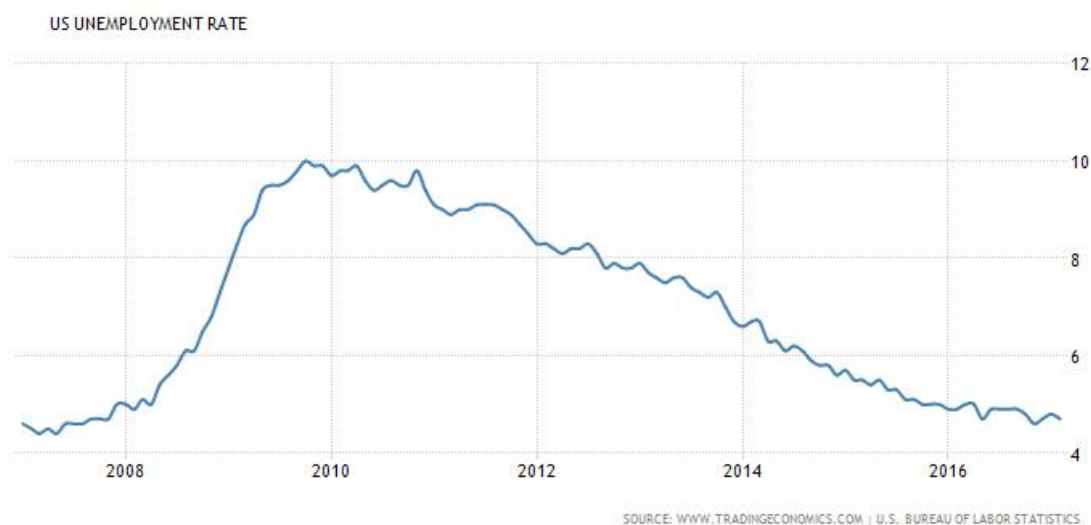
Zdroj: Federalreserve.gov

Kde můžeme konstatovat odvrácení pádu do deflační propasti. Ale jako setrvalou stabilní pozici. Nicméně i tak se nedá vyloučit dopad vysoké přesycenosti trhu volnými prostředky, kde by mohlo dojít k inflačnímu šoku. Inflační očekávání můžeme v tu chvíli posunout do zcela jiných rovin a to příkladně do pádivé inflace či až ve zcela krizovém scénáři až hyperinflace.²⁹

2.1.3 Vývoj nezaměstnanosti

Ruku v ruce s propadem hrubého domácího produktu jde nezaměstnanost, která je vysoce záporně vůči vývoji HDP korelována. A kde můžeme pozorovat na následujícím grafu její vývoj. Který vidíme jasný důkaz razantního nástupu krize a stejně, tak jako přišel propad HDP na americkém trhu, tak stejně razantním způsobem i narostla míra nezaměstnanosti.

Obrázek 5: Vývoj nezaměstnanosti v USA

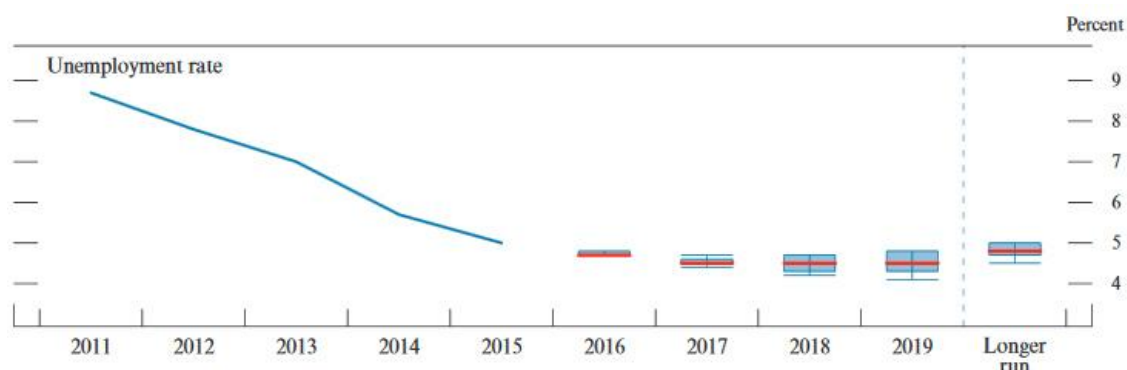


Zdroj: Tradingeconomics.com

V rámci dalšího cíle, který byl pro FED jako jeden z hlavních ukazatelů při provádění kvantitativního uvolňování je nezaměstnanost, která nyní dosahuje zcela nejnižších hodnot. Jak můžeme vidět i dle následujícího grafu.

²⁹ FED. *Monetary policy report 2017* [online]. Washington D.C.: FED, 2017 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20170214_mprfullreport.pdf

Obrázek 6: Vývoj a predikce nezaměstnanosti v USA



Zdroj: Federalreserve.gov

I zde Federální rezervní systém počítá se setrvalou pozicí v rozmezí 4 až 5 %, po následující další tři roky. Byť i zde je předpokládán vývoj závislý na udržení aktuálního stavu, kterému byť paradoxně vůči trhu může pomoci i uškodit protekcionalistická politika nového prezidenta Donalda Trumpa, který nutí firmy ke stahování a držení výroby v rámci území USA, což může pomoci stabilitě zaměstnanosti. Na druhou stranu uzavírání trhu může vést k politice, kterou se prezident snaží prosazovat, a to jako kompenzaci tlak na snižování hodnoty dolaru a udržení nízkých úrokových sazeb.³⁰

2.1.4 Vývoj úrokových sazeb

Základním prvkem řízení ekonomického situace v rámci vybraného státu je monetární politika, kterou má na starosti centrální banka, resp. v našem případě Federální rezervní fond. Kde mezi základní měnové nástroje centrálních bank můžeme zařadit tři nejdůležitější:³¹

- **ovlivňování měnové zásoby** - k tomuto dochází klasicky pomocí nákupu a prodeje vládních bondů

³⁰ FED. *Monetary policy report 2017* [online]. Washington D.C.: FED, 2017 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20170214_mprfullreport.pdf

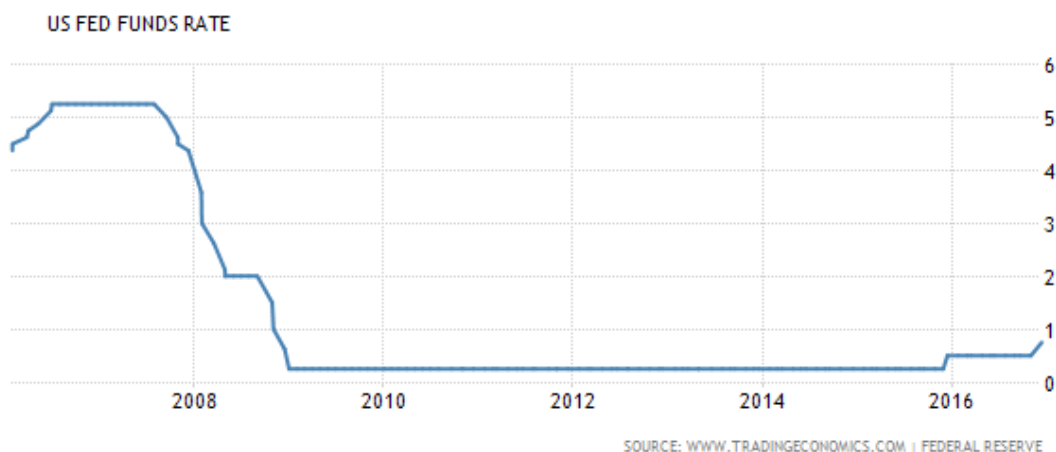
³¹ Saxobank.cz. *Kvantitativní uvolňování* [online]. Praha: Saxo bank, 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://cz.saxobank.com/support/slovník-pojmu/kvantitativni-uvolnovani>

- **ovlivňování poptávky po penězích** - poptávka po penězích je ovlivňována především úrokovou mírou
- **částečné bankovní rezervy** - správným nastavením bankovních rezerv dochází k ovlivňování množství peněz v reálné ekonomice

V rámci vývoje úrokových sazeb vycházíme z tzv. U.S. FED Fund Rate, což je úroková sazba jednodenních úvěrů na mezibankovním trhu. Tedy pro přirovnání do české ekonomiky se jedná o obdobu tzv. PRIBORu, což je referenční sazba, za kterou si mezi sebou půjčují prostředky komerční banky.

V rámci roku 2016 došlo oproti globálnímu trendu v zemích eurozóny i Japonska k uspokojivému a především stabilnímu růstu inflace a naopak k poklesu nezaměstnanosti a tedy k posílení aktuálního trendu navyšování pracovních míst. FED tak zvýšil základní úrokovou sazbu U.S. FED Fund Rate, která nyní dosahuje 1 % a plán je, že ke zvýšení může ve druhé polovině roku 2017 dojít ještě třikrát.³²

Obrázek 7: Vývoj základní úrokové sazby



Zdroj: Tradingeconomics.com

³² Ihned.cz. *Fed zvýšil základní úrokovou sazbu. Vedl ho k tomu růst inflace a vyšší zaměstnanost* [online]. Praha: Economia, 2017 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-65660420-fed-zvysil-zakladni-urokovou-sazbu-vedl-ho-k-tomu-rust-inflace-a-vyssi-zamestnanost>

Výsledkem pak působícím na trh bude především zvyšování úrokových sazeb úvěrů pro domácnosti a firmy, což může působit na přibrzdění především firemních investic a spotřeby obyvatelstva. Kterému tak budou stoupat náklady na dluhové služby, které ke svému financování používají.³³

Nicméně i tak se ekonomika po užívání nestandardních nástrojů, především kvantitativního uvolňování bude dlouho vyrovnávat s pokřiveností a především s neefektivní alokací kapitálu, která bude se zvyšujícími se úrokovými sazbami nutit trh k určité normalizaci a především to tak může znamenat krach projektů a firem, které pouze vycházely ze situace levných prostředků, kterými byly financovány.

Z toho vyplývá, že nyní máme trh stále nasycený vysokou hodnotou volné likvidity a je zcela nezpochybnitelné, že úrokové sazby mají velký dopad na celý hospodářský vývoj, kde alespoň v rámci USA nedošlo k využití nebezpečného a neodzkoušeného mechanismu tzv. negativních úrokových sazeb, tak jako například v některých zemích eurozóny.

Nicméně pokud vyjdeme z kvantitativní teorie peněz, kterou zpracoval v roce 1922 Irving Fisher do všeobecně známé rovnice směny, která je dána vztahem:

$$M \times V = P \times T$$

kde: M - znamená peněžní zásobu (množství peněz v oběhu), V - značí rychlost oběhu, P - představuje průměrnou cenovou hladinu a T - objem fyzických transakcí zboží a služeb.

Levá strana této rovnice vyjadřuje tok peněz za určité časové období, pravá strana pak peněžní hodnotu transakcí, jež se v tomto období uskutečnily. Jinými slovy se jedná o

³³ Ihned.cz. *Fed zvýšil sazby potřeť od konce krize* [online]. Praha: Economia, 2017 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-65660880-fed-zvysil-sazby-potre-ti-od-konce-krize>

„makroekonomickou podmínku rovnováhy“, která, nebude-li splněna, tak se zaktivují mechanismy, které rovnováhu obnoví změnou cenové hladiny.³⁴

Z této rovnice tak vyplývají rizika, která mohou být teprve příchozí a především se v ní může skrývat potenciál inflační bubliny, při určitých okolnostech. Byť projekce budoucího vývoje v rámci ekonomiky vypadá jinak. Avšak sama o sobě monetární politika může, jak škodit, tak i uzdravovat hospodářství a samotné stimuly, které byly prováděny v posledních letech, nejsou zárukou, že nebyly pouze na přechodnou dobu zaléčeny symptomy, avšak „rakovina“ na finančních trzích bují nepozorovaně dále. A tedy nerozporovatelným faktem je, že monetární politika sama o sobě nemá sloužit k dlouhodobému stabilnímu růstu, ale má hospodářství chránit a omezovat výkyvy hospodářského cyklu.³⁵

2.2 Zadluženost USA

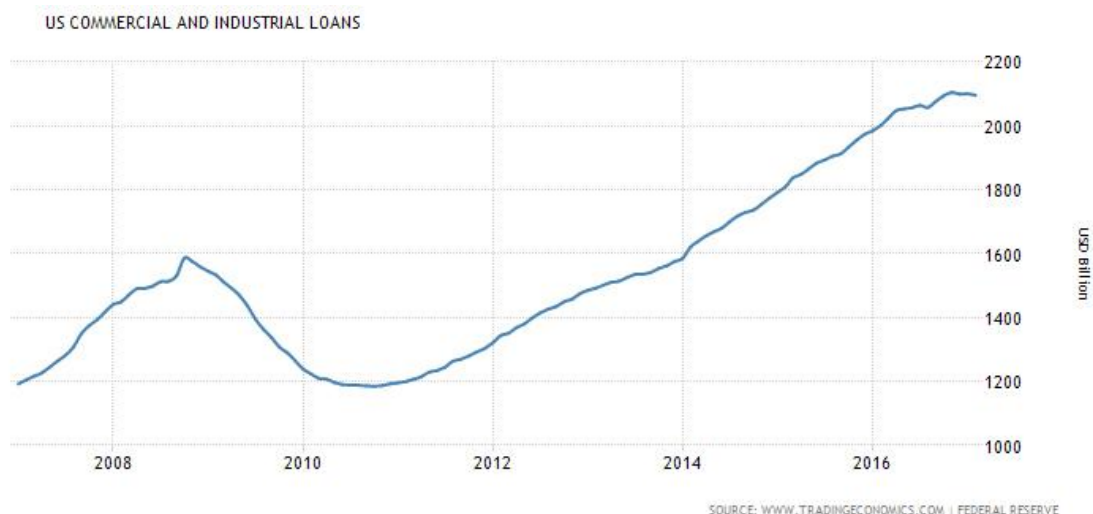
Z hlediska důvodů vypuknutí krize, která byla primárně iniciována úvěrovým zadlužením obyvatelstva skrze především hypoteční úvěry, je třeba se také v rámci makroekonomické analýzy podívat na vývoj zadluženosti v USA. Která může indikovat, zda se vývoj neubírá podobným směrem ke krizi nové a také z hlediska dopadů opatření, které prováděla vláda a centrální banka v ohledu na opětovné zvyšování dostupnosti úvěrů, které měly podpořit konjunkturu ekonomiky a navýšení spotřeby a investic.

³⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Vývoj světové ekonomiky a Evropské unie v soudobých podmínkách extrémně nízkých úrokových sazeb a "tištění" peněz* [online]. 2016, 160-177 [cit. 2017-03-25]. ISBN 978-80-263-1122-5. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/11012/63700>

³⁵ MISHKIN, Frederic S. *The economics of money, banking, and financial markets*. Eleventh edition, global edition. Boston: Pearson, [2016], c2016. 724 stran. The Pearson series in economics. Always learning. ISBN 978-1-292-09418-2.

2.2.1 Zadlužení domácností

Obrázek 8: Vývoj zadluženosti domácností v USA



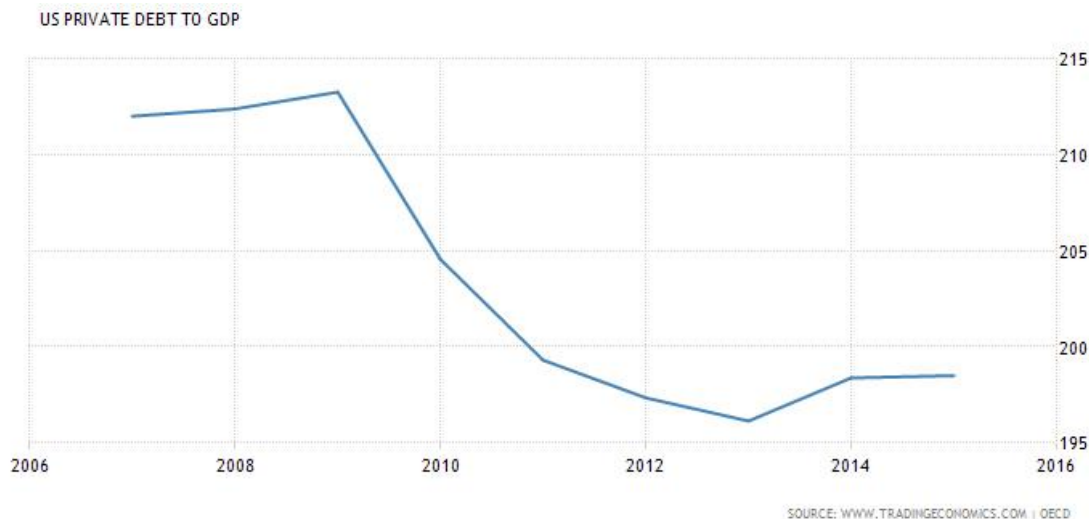
Zdroj: Tradingeconomics.com

Z pohledu na graf můžeme vidět dopad krize, kdy došlo k výraznému útlumu úvěrování soukromému sektoru. Projevil se tak dopad Credit crunch, kdy došlo podstatnou měrou ke ztrátě jednotlivých bank důvěry v trh, a mezibankovní trh zamrzl. Byť šlo pouze o přechodný jev, tak výrazný dopad problému bank, resp. sanace Bear Stearns a samotný pád banky Lehman Brothers vyvolal velmi zásadní paniku na trhu, která způsobila značné rozkolísání finančního trhu.

Po překlenutí tohoto panického období, a dna, které přišlo v roce 2011 došlo k zafungování stimulů v podobě expanzivní monetární politiky Federálního rezervního systému, což mělo za následek obrat trendu a opětovný začátek poskytování úvěrů ve velké míře soukromému sektoru, který tak chtěl využít a těžit z nízkých úrokových sazeb, které náklady na dluhové financování velmi zpřístupnily. Velkou měrou se také o to zasloužilo financování korporátního sektoru, který tak začal financovat jednak svůj rozvoj, což je v období nízkých úrokových sazeb a přicházející konjunktury věci pozitivní. Avšak objevovaly se situace, kdy se dluhovým kapitálem financoval zpětný odkup vlastních akcií podniků či výplaty navýšených dividend, kdy tak společnosti z této situace chtěly těžit těmito praktikami k navyšování svojí výchozí hodnoty v rámci

akciových trhů a tyto prostředky, tak přispívaly k navyšování cen vlastních akcií. A potažmo možné tvorby bubliny na akciových trzích.

Obrázek 9: Vývoj soukromého dluhu vůči HDP



Zdroj: Tradingeconomics.com

Na druhou stranu také při porovnání s vývojem roční procentuální sazby vývoje HDP se dluh domácností vůči HDP snižuje i při jeho rostoucím trendu, resp. zadlužování soukromého sektoru. Což ovšem v případě útlumu ekonomického růstu může znamenat opětovný růst a možnost úvěrové bubliny, kdy zvláště z prvního grafu vyplývá, že si soukromý sektor vypůjčil do dnešního dne o více jak 30 % více úvěrů než v době vypuknutí samotné krize v roce 2007.

2.2.2 Zadlužení státu

Druhý segment využívající dluhovou službu je stát, resp. vláda, která jím financuje svoje mandatorní a fiskální výdaje. Kde především fiskální výdaje tvoří značnou část vládních výdajů v případě krize či i menšího ekonomického útlumu, kdy skrze tyto výdaje je kompenzována ochlazená poptávka, resp. výdaje soukromého sektoru, který svoje investice odkládá a výdaje snižuje, právě díky očekávání nejisté budoucnosti. Stát se tak snaží fiskálními výdaji, jednak zvýhodnit podmínky podniků v horších dobách, aby jim toto období pomohl překlenout. Ale také zvýšenými výdaji na budování

infrastruktury opět dochází ke kompenzaci soukromého sektoru v podobě tvorby pracovních míst a další podpory podnikání skrze zlepšování podmínek.

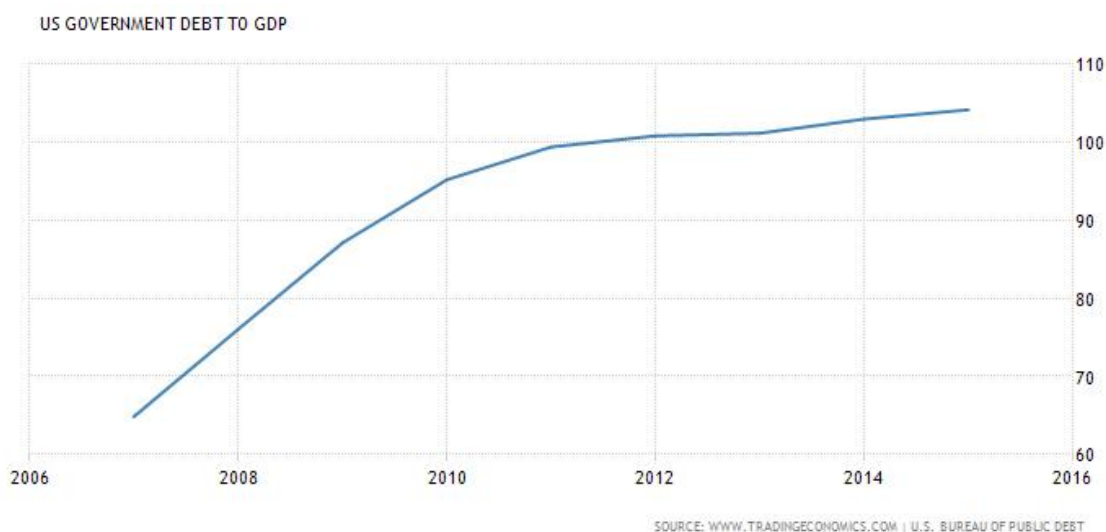
Obrázek 10: Vývoj vládního dluhu USA



Zdroj: Tradingeconomics.com

Tento fakt nám zcela jasně dokládá i následující graf vládních výdajů, který se oproti roku 2007 tedy od počátku krize zvýšil do dnešních dnů 2,5 krát. Opět tento trend nám naznačuje i celosvětově přebíranou praxi velmi vysokých výdajů, kdy sice lze říci, že i vlády se snažily využívat nízkých úrokových sazeb. Avšak to opět velmi zvyšuje nebezpečí dluhové bubliny i na straně státu.

Obrázek 11: Vývoj vládního dluhu vůči HDP



Zdroj: Tradingeconomics.com

Na rozdíl od soukromých výdajů je vládní zvyšování podstatně vyššího rozsahu, což i dokumentuje růst dluhu vůči HDP, kde se Spojené státy americké dostávají nad úroveň 100 %, což sice není zvláště v porovnání s některými evropskými, převážně jižními státy neobvyklé. Vyšší zadluženost má i díky vleklé recesi posledních let Japonsko. Avšak v rozsahu americké ekonomiky a vlivu na celosvětovou hospodářskou situaci může být varovným signálem. Kdy především v případě příchodu nové krize a citelnějšího propadu tvorby hrubého domácího produktu může překalkulovat zadlužení, které v tu chvíli vyletí do astronomických výšin.

2.3 Kvantitativní uvolňování

Díky řešení dopadů krize a to, že již z hlediska úrokových sazeb nebylo možné je snižovat na nižší úrovně. Tak centrální banka přistoupila k nestandardnímu řešení v podobě kvantitativního uvolňování. Čímž do ekonomiky začala pumpovat další likvidní zdroje, které měly sloužit pro komerční banky na poskytování dalších a dalších úvěrů, které alespoň dle ekonomické teorie. Měly pomoci k navýšení spotřeby soukromého sektoru a zvrátit trend propadu vývoje tohoto segmentu a nastartovat tak ekonomiku zpět k růstu.

K tomuto kroku se FED uchýlil po vypuknutí krize, jako k nástroji, kdy již nemůže snižovat základní úrokové sazby, ale ekonomika není stále schopná svoji výkonnost navyšovat. Proto se zaměřuje na snižování úrokových sazeb dlouhodobých, které však nedokáže ovlivnit, tak jako základní úrokovou sazbu U.S. FED Fund Rate, ale musí ke stimulaci přistoupit právě tímto nestandardním krokem v podobě QE.

Princip kvantitativního uvolňování spočívá v tom, že centrální banka začne skupovat velké množství aktiv, kterými v americkém případě, jež prováděl Federální rezervní systém byly hypoteční cenné papíry. Ty kupuje od komerčních bank, za které jim připisuje adekvátní částku na účet vedený v rámci FEDu, kde jsou úročeny určitou úrokovou sazbou, která v rámci FEDu byla 0,25 %. Základní předpoklad je v tom, že komerční banky budou chtít tyto pro ně volné prostředky účelněji využít a začnou je ve formě úvěrů, kde získají vyšší úrok, poskytovat privátnímu a korporátnímu sektoru. Který z těchto peněz bude schopný nakoupit nové stroje a zařízení pro obnovu a vyšší efektivitu výroby a naopak retailový sektor zase nakupuje skrze úvěry nemovitosti a nová auta.

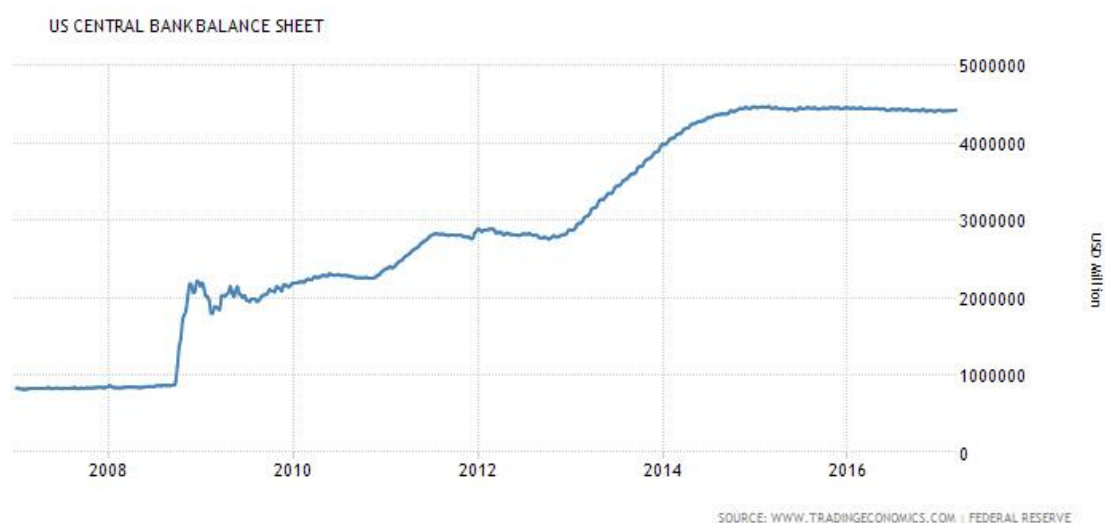
Tyto masivní nákupy aktiv především mají rozpohybovat ekonomiku skrze dluhové služby, kdy pomáhají snižovat náklady na přijaté úvěry dlužníkům. Další efekt je zvýšená poptávka po těchto aktivech krytých hypotékami, což zvyšuje jejich cenu a snižuje výnos. Ale také směřuje investory k dalším alternativám, které jsou například korporátní dluhopisy, kde opět zvýšená poptávka po nich zvýší jejich cenu a sníží výnos, čímž jednotlivé společnosti mohou snižovat svoje náklady na vypůjčené prostředky. Sekundární efekt je také skrze nově emitované peníze pokrýt rizika, která aktiva krytá hypotečními úvěry pro finanční trh představují.

Cílem je tak skrze kvantitativní uvolňování více zpřístupnit úvěry či snížit výnosy na korporátních dluhopisech čímž budou firmy více investovat a především budou zvyšovat výrobu a z toho vyplývající zvýšení zaměstnanosti.

Je zcela nepopiratelné, že QE si nese obrovská rizika, která představuje vysoké navyšování bilance Federálního rezervního fondu. Ale také, že dochází k nepřímému

financování státního dluhu a v rámci fiskálních výdajů, tak jsou tyto zdroje přeneseně získávány ze zcela nekrytých peněz. Navíc jsou prostředky rozprostírány po celém finančním trhu, který je nedokáže zcela bez problémů absorbovat, ale také jsou podporovány tzv. měnové války. Kdy přespříliš vysokou likviditou umístěnou na trh dochází k depreciaci dolaru, což následně způsobuje velké ztráty exportérům do USA. Čímž snahou o řešení v rámci amerického trhu dochází k přesouvání problému do okolních zemí, které jsou zpětně na trhu USA závislé. Tedy skrze globálně propojené ekonomiky nelze problém trhu řešit pouze separátně, ale distribuován dále.³⁶

Obrázek 12: Vývoj bilance FEDu



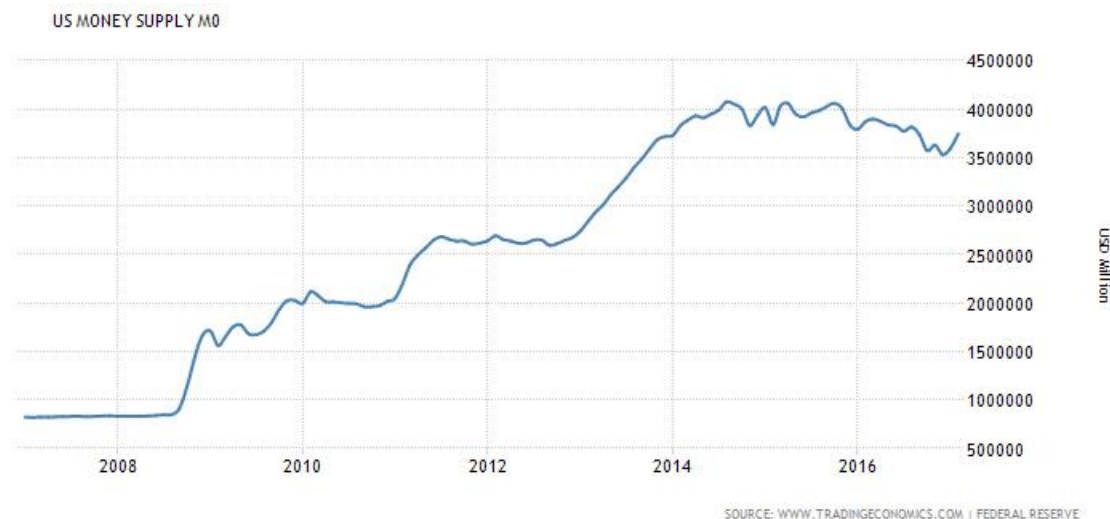
Zdroj: Tradingeconomics.com

Dopady kvantitativního uvolňování můžeme vidět na bilanci FEDu, který ji tak navyšuje nákupy aktiv na finančních trzích. Kterými byly od státních obligací po tzv. MBS tedy cenné papíry kryté hypotečními úvěry. FED prováděl kvantitativní uvolňování celkem ve třech vlnách, které jsou na vývoji bilance dobře patrné a to v letech 2008 až do druhého pololetí roku 2013. Nejzásadnější byla první vlna, kdy se FED snažil především stabilizovat trh a podpořit jeho růst v chvílích, kdy selhávaly standardní nástroje expanzivní monetární politiky. Tedy úrokové sazby nebylo možné

³⁶ E15. *Jak vlastně funguje to slavné kvantitativní uvolňování?* [online]. Praha: ČTK, 2012 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-quantitativni-uvolnovani-914790>

dále snižovat, ale stále se nedařilo ekonomický vývoj dostat do konjunktury. Právě tehdy došlo k využití tohoto nestandardního nástroje.³⁷

Obrázek 13: Vývoj peněžního agregátu M0 v USA



Zdroj: Tradingeconomics.com

Viditelné jsou i dopady kvantitativního uvolňování na nejnižším peněžním agregátu M0. Ten je označován jako „high powered money“, kde jsou sledovány prostředky ve svém nejužším pojetí. Patří sem tak veškerá hotovost držená v rukou veřejnosti, tak i komerčních bank, ale především a pro nás sledované běžné účty komerčních bank vedené u Federálního rezervního systému. Tedy v tom spočívá i princip QE, kdy od komerčních bank FED nakoupí aktiva, za které jim připiše na tyto účty volné prostředky. FED v průběhu QE, tak i přistoupil k dalšímu nestandardnímu řešení v podobě úročení těchto zůstatků a to úrokovou sazbou 0,25 % p.a., což dříve nebylo vůbec běžnou praxí.

2.3.1 Dopady kvantitativního uvolňování

Dopady QE pomohly především v krátkodobém americkém podání rezervního systému stabilizovat ekonomický vývoj, byť jeho reálný dopad není jednoduché jednoznačně určit a může být interpretován i jako sporný. Ale z nepřímých hledisek můžeme

³⁷ Ihned.cz. *Fed ukončil nákupy dluhopisů. Úrokové sazby zůstanou nízké* [online]. Praha: Economia, 2014 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63027960-usa-fed-ukonceni-nakupy-dluhopisu>

konstatovat, že se FEDu podařilo snížit dlouhodobé úrokové sazby, které měly podpořit investiční aktivity firem, právě v tomto alespoň střednědobém horizontu. Nicméně odhady jsou o poklesu těchto úrokových sazeb o několik desetin procenta, což právě může vyvolávat spornost dopadu této metody.

Je také konstatovatelné, že jednotlivé tranše kvantitativního uvolňování pomohly stabilizovat ceny rizikových aktiv, kde je na nich sledovatelné jejich cenový růst při jednotlivých kolech uvolňování prostředků. A tak z pohledu akciových indexů, tak i nákup mortgage back securities pomohl jejich stimuly stabilizovat trh nemovitostí, resp. jejich cen. Stabilizace, tak pomohla v průběhu krize především finančním institucím a jejich vlastním portfoliím.

Dopady také byly na inflaci a inflační očekávání v rámci trhu, kdy přebytná likvidita měla pomoci zvrátit trend pádu do deflace, což by krizi jen dále prohlubovalo. Inflaci i její očekávání se stabilizovat podařilo, byť její propad opět nastal po ukončení QE v roce 2014. A opět se přibližovala hranice a možnost dlouhodobější deflace. Po tomto zhruba dvouletém období se opět daří plnit cíl centrální banky a inflace je na cíli v hodnotě dvou procentních bodů.

Pozitivní dopady QE se tak projeví především v krátkém časovém horizontu, kdy se podařilo stabilizovat ceny aktiv, cenové hladiny a především celého finančního sektoru. Ale tyto dopady jsou platné pro průběh krize a období posledních let. Nicméně pro delší časové období se dopady rozměňují a mohou spíše přicházet na řadu dopady rizik, které si tato nestandardní metoda bezpochyby nese.³⁸

2.3.2 Rizika kvantitativního uvolňování

Především rizika, která mohou nastávat jsou spojená s ukončováním QE, kdy může přijít inflační šok, který donutí centrální banku zvýšit jako kompenzaci úrokové sazby, čímž se sníží cena dluhopisů a FED s velmi vysokou hodnotou vlastní bilance nedokáže

³⁸ Ihned.cz. *Kvantitativní uvolňování pomůže jen mírně, strukturální problémy nevyřeší* [online]. Praha: Economia, 2014 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: <http://nazory.ihned.cz/machacek-reakce/c1-62011380-kvantitativni-uvolnovani-pomuze-jen-mirne-strukturalni-problemy-nevyresi>

stáhnout volné prostředky z trhu prodejem nahromaděných dluhopisů, jejíž tržní hodnota bude na nižší hodnotě než v případě doby nákupu.

Výhodou americké centrální banky je v tom, že nakupuje unifikované investiční instrumenty, tedy státní dluhopisy federální vlády a především cenné papíry kryté hypotečními úvěry, tedy MBS (mortgage back securities).

Od ukončení kvantitativního uvolňování v roce 2014 zatím k inflačnímu šoku nedošlo. Na druhou stranu, jak z předchozího grafu můžeme vidět, tak vlastní bilance federálního rezervního systému zůstává na velmi vysoké úrovni. Kdy ji FED od počátku krize navýšil zhruba 4,5 krát a to tím, že v rámci programu tištění peněz napumpoval do ekonomiky 3,7 bilionu dolarů. Nakoupená aktiva, tak FED již nepřikupuje v proaktivním režimu, ale jejich zbavení se dá realizovat dvěma způsoby. První z nich je jejich prodej zpět trhu, což právě díky hrozbě inflační bubliny v žádném případě FED nechce připustit, tedy tyto aktiva drží dále. Druhým způsobem je to, že FED provádí strategii držení stabilní hodnoty. Tedy díky tomu, že se jedná o dluhové instrumenty, které mají určitou splatnost, tedy FED aktiva drží až do jejich splatnosti, kdy z prostředků opět svoji bilanci doplňuje. Tedy zabraňuje náhlé změně peněžní zásoby, ale dle grafu vývoje peněžního agregátu M0, tak s určitou volatilitou klesá velmi mírně.³⁹

2.4 Dopady současného stavu na finanční trh

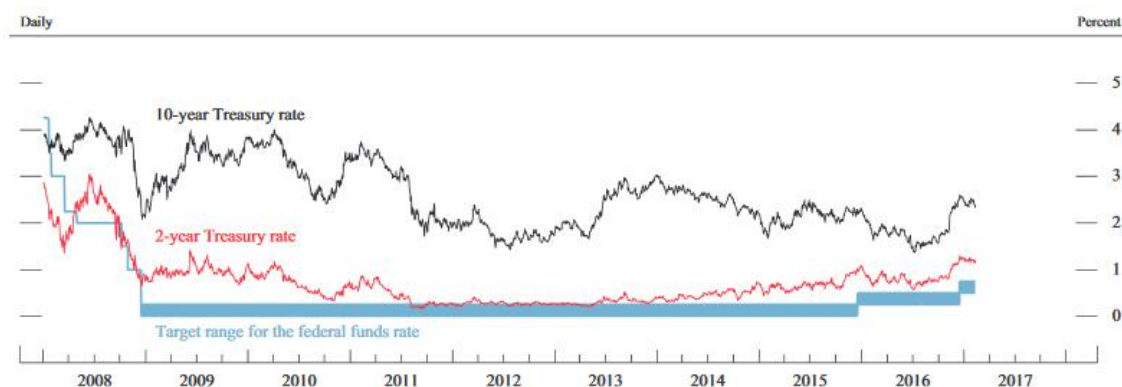
Potlačení efektivnosti tržní alokace volných zdrojů do nejefektivnějších investičních projektů. Jde o popření významu úrokových sazeb ve smyslu klasické teorie úrokových sazeb, která říká, že úrok je odměnou investorovi za to, že obětoval současnou spotřebu, aby si zajistil možnou spotřebu vyšší v budoucnosti. Tedy že prostředky vydané investorem mají pomoci k realizaci projektů, které zvýší schopnost ekonomiky a její produkční možnosti, tak aby lépe uspokojovala poptávku obyvatelstva po lepších statcích a službách. Porušení smyslu této teorie vidíme například u sektoru

³⁹ Ihned.cz. *Fed ukončil nákupy dluhopisů. Úrokové sazby zůstanou nízké* [online]. Praha: Economia, 2014 [cit. 2015-05-08]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63027960-usa-fed-ukonceni-nakupy-dluhopisu>

těžby ropy a zemního plynu z břidlicových nalezišť, kde díky dohodě kartelu OPEC došlo k prudkému a dlouhotrvajícímu propadu cen těchto komodit, což mělo za následek krachy těchto těžebních společností, převážně v USA. Kdy za normálního tržního prostředí by ani tyto projekty neměly šanci vzniknout, a to i při zahrnutí politického hlediska, snížení závislosti na importu ropy do USA, především z nestabilního blízkého východu, což by i mohlo, byť opět proti ekonomickým tržním teoriím, ospravedlňovat například státní subvence.

Potlačení zájmu o spoření a investování do dluhopisových instrumentů. Nízké úrokové sazby mají za následek útlum zájmu o dluhopisový trh, kdy ze strany investorů není zájem, jakkoliv nakupovat dluhopisy, které nenesou prakticky žádný výnos.

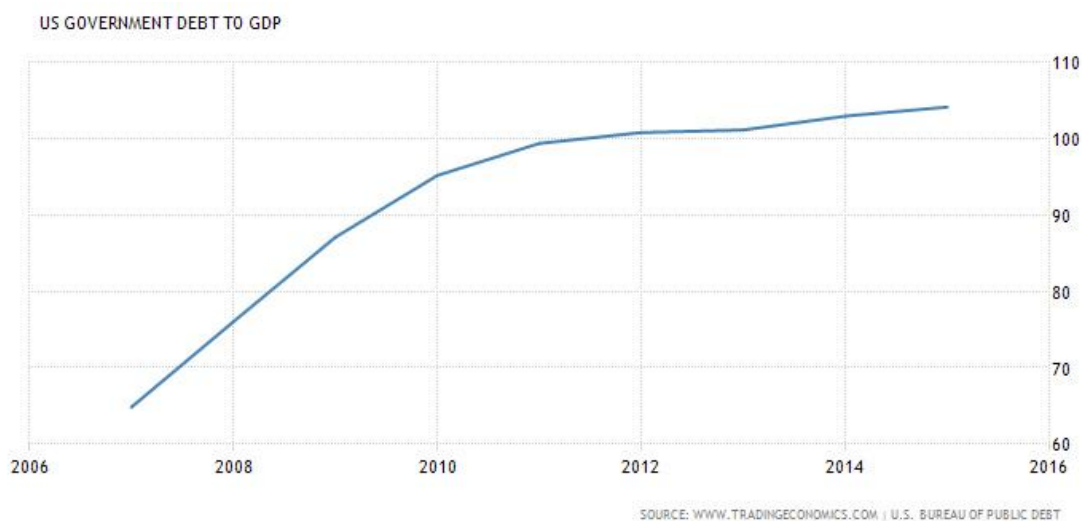
Obrázek 14: Vývoj úrokových sazeb amerických dluhopisů



Zdroj: Federalreserve.gov

Na následujícím grafu, tak můžeme vidět dlouhodobý vývoj úrokových sazeb státního dluhopisu vlády USA se splatností 2 roky a obligace desetileté, včetně základny v podobě základní úrokové sazby U.S. FED Fund Rate. Tento obrázek nám jasně dokládá dlouhodobý trend způsobený krizí, který má za následek pokles úrokových výnosů jednotlivých druhů dluhopisů emitovaných americkou vládou.

Obrázek 15: Vývoj vládního dluhu vůči HDP



Zdroj: Tradingeconomics.com

Zde je jasně patrné, jak probíhá pokřivování tržního prostředí, které bylo podpořeno kvantitativním uvolňováním, kdy Federální rezervní systém skupoval dluhopisy i včetně vládních v různých dobách splatnosti, čímž docházelo v podstatě k monetizaci vládního dluhu. Tedy můžeme hovořit o vysokých rizicích, které zůstávají na trhu a i při zvýšení zadluženosti vůči HDP od začátku krize o více jak 30 % se nepromítá žádná riziková přírážka pro dluhopisy samotné.

Ještě dále zašly některé země eurozóny a Japonsko, kde došlo k využití záporných úrokových sazeb, kdy investor platí vládě za to, že ji půjčuje svoje prostředky. Příkladem je z Evropy Švýcarsko nebo Dánsko, které dokonce uplatňovaly záporné úrokové sazby nejen na krátkodobých dluhopisových instrumentech, ale i na těch s dlouhou dobou splatnosti, zde do 10 let. Což jen podtrhuje pokřivenost celého trhu na základě těchto opatření, ale i vysoké nárůsty rizik spojených s obrovským zadlužováním, vyplývajícím z tohoto stavu, kdy vlády samotné se snaží tohoto stavu využít pro svoje financování.

Příkladem je i korporátní dluhopis firmy Nestlé, který se prodával se zápornou úrokovou sazbou. Z čehož vyplývá otázka, jak může kdokoliv šetrně hospodařit ve

prospěch efektivního podnikání ve chvíli, kdy mu věřitel platí za to, že mu půjčuje svoje prostředky.

Závislost finančního trhu na centrálních bankách. Riziko roste s větší závislostí trhu na politice centrálních bank, kterou řídí nevolené orgány, ale s pravomocemi, které dokáží ovlivňovat ekonomické směřování státu. Dochází tak k pokřívování tržního prostředí, ale naopak jsou vítané negativní události, které mají za následek další uvolňování monetární politiky.

Podpora dalšího zadlužování všech druhů ekonomických subjektů. Prostředí extrémně nízkých úrokových sazeb vede a především podporuje další zadlužování od domácností, přes firmy až po samotné státy. Kdy stimulace se z léku může stát sama rakovinou a tento nastartovaný trend již nebude možné bez katastrofických dopadů zvrátit. Dluhy tak mohou již překonat pomyslný bod „nenávratna“, kdy jejich splacení již nebude možné.⁴⁰

⁴⁰ REJNUŠ, Oldřich. *Vývoj světové ekonomiky a Evropské unie v soudobých podmínkách extrémně nízkých úrokových sazeb a "tištění" peněz* [online]. 2016, 160-177 [cit. 2017-03-25]. ISBN 978-80-263-1122-5. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/11012/63700>

2.5 Závěry současného stavu finančního trhu v USA

Stav z hlediska pohledu na jednotlivé makroekonomické indikátory se nemusí jevit ve špatném světle. Zvláště když vypovídají z velmi krátkodobého hlediska, především z novinových článků, které uvádějí růst HDP, dodržování inflačního cíle centrální banky a výborné kondice pracovního trhu, která nyní vykazuje velmi příznivá čísla, kdy se o trhu dá hovořit, že dosahuje přirozené míry nezaměstnanosti.

Nicméně realita může spíše ukazovat, že americká ekonomika není v tak dobrém světle, do jakého je stavěna. Je pravdou, že například hrubý domácí produkt roste, ale pouze v meziroční sazbě 2 %, což je spíše stabilní držení pozice, než opravdový růst. I inflace a inflační cílování je nyní s budoucí prognózou na stabilních hodnotách 2 %, ale s nemalými riziky. Ty přinesla nestandardní měnová politika nejen Federálního rezervního systému, ale centrálních bank globálně po celém světě. V tomto světle se ekonomika v USA, tak jeví spíše na „steroidech“, jejichž účinky mohou po pominutí dát vzniknout nemalým problémům nejen novým, ale nedořešením a neodstraněním starých příčin, tak je ještě vygradovat.

Obrovským problémem se tak jeví rozhodně vysoká zadluženost a to nejen domácností, korporací, ale i státu. Státy a vůbec všechny tržní subjekty začaly ve velké míře využívat velmi extrémně nízkých úrokových sazeb, čímž roztočily dluhový kolotoč, který bude jen velmi těžké brzdit. Jeden z nej přednějších expertů na dluhopisový trh Bill Gross pak uvádí, že velmi silnou expanzivní monetární politikou se celé americké hospodářství „uvěznuje“ praktikami nízkých úrokových sazeb a praktikováním kvantitativního uvolňování, což ve výsledku vede jen k vyššímu a vyššímu kumulování státního dluhu s vidinou stabilního dosažení inflačního cíle s ním spojeným růstem ekonomického výstupu. Který ovšem je umělý a dopovaný tak, že nemůže tento stav pokračovat do nekonečna a jen problém oddaluje. Problémem pak je dluhová past, kdy nyní v období, kdy se již úrokové sazby začínají zvedat a budou překračovat na jednotlivých dluhopisech procento růstu HDP, tak se dluhy samy o sobě stávají nesplacitelnými. A jen bude pokračovat enormní zadlužování dále, které ovšem již jen

bude krýt náklady dluhů minulých.⁴¹ Na druhou stranu můžeme konstatovat, že také i díky politice amerického prezidenta Donalda Trumpa a jeho politickému programu, který chce realizovat, opět může být snaha udržet úrokové sazby na nízké úrovni, tak aby fiskální výdaje a plánované snižování daní bylo financováno s nízkou nákladovostí.

Ve výčtu jednotlivých rizik, která jsme si uvedli je také vidět, že celé řešení krize silně poznamenalo celý trh jednotlivých tříd aktiv. Kdy dluhopisový trh byl silně nízkými úrokovými sazbami zasažen, kdy jednoduše pro investory není zajímavé při tak nízkých úrokových sazbách o jejich nákupu uvažovat, neboť výnos, zvláště v dnešní době, rozhodně nekryje stoupající riziko se zvyšujícím se zadlužováním jednotlivých emitentů, ať již jde o korporace nebo samotné státy.

⁴¹ Roklen 24. *Bill Gross: Světový dluh jako vězeňský systém USA* [online]. Praha: Roklen Fin, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/wGYaY/bill-gross-svetovy-dluh-jako-vezensky-system-usa>

3 DOPADY NÍZKÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB NA AKCIOVÝ TRH V USA

Pokud investoři hledají alternativy na finančním trhu, které dokáží nabídnout alespoň nějaký zajímavý výnos, je jednou z logických a základních možností přesměrování svého zájmu na akciový trh. Akciové trhy tak rostou nebývalým tempem, které jim dává vytvářet nebezpečí vzniku spekulativních bublin, zvláště pro některé sektory trhu. Celý proces je tak navíc ještě umocněn i právě kvantitativním uvolňováním, které vytváří komerčním bankám obrovský nadbytek volné likvidity, který je pak právě místo poskytování úvěrů směřován na akciový trh, který tak opět zvyšuje tržní hodnoty. V honbě za růstem pak dochází i k situacím, kdy managementy jednotlivých firem, které se dostávají do stagnující či i klesající tendence, se snaží v rámci akciového trhu tento stav řešit vydáním levných dluhopisů, kterými si zajistí odkup akcií či takto financují výplatu dividendy, následně sice zisk na akcii roste, ale při zásadním zvýšení zadluženosti a samozřejmě s nárůstem rizika. Čímž opět narůstá riziko spekulativní bubliny.⁴²

Obrázek 16: Vývoj indexu S&P 500 za 10 let



Zdroj: Finance.yahoo.com

⁴² REJNUŠ, Oldřich. *Vývoj světové ekonomiky a Evropské unie v soudobých podmínkách extrémně nízkých úrokových sazeb a "tiskění" peněz* [online]. 2016, 160-177 [cit. 2017-03-25]. ISBN 978-80-263-1122-5. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/11012/63700>

Demonstrovat si nárůst akciového trhu můžeme na indexu S&P 500, který zahrnuje pět set největších firem, resp. s největší tržní kapitalizací obchodovaných na new yorské burze. Zde jasně vidíme, že alokace volných prostředků do akciového trhu po propadu vyvolaného krizí, díky množství volných zdrojů navýšil hodnotu z předkrizového období o necelých tisíc bodů.

Obrázek 17: Vývoj indexu S&P 500 za 20 let



Zdroj: Finance.yahoo.com

I za posledních 20 let vidíme nárůst hodnoty indexu, ale také dnešní vývoj můžeme porovnat s obdobím jednak před krizí v roce 2007, ale také před a po krizi v roce 2001, kdy došlo ke splasknutí bubliny technologických akcií, tzv. dot com bubble. Kdy se index dostal až k hranici 1.500 bodů, odkud následoval propad pod hranici jednoho tisíce až k hodnotám kolem 800 bodů. Po snížení úrokových sazeb jako reakce na tuto krizi a dalším opatřením došlo k opětovnému růstovému období až do roku 2007, kde se index dostal na přibližně stejné hodnoty jako v roce 2000. Avšak poznamenání trhu monetární politikou, která byla praktikována poslední roky, vidíme takřka dvojnásobný nárůst do hodnot dnešních dní, což v případě propuknutí další krize může znamenat propad, který může být vyšší v porovnání s posledními dvěma krizemi. Také možnost rozkolísání celého finančního trhu, tedy může zafungovat osicalační efekt, což může mít za následek krizi značných rozměrů.

3.1 Závěry dopadů nízkých úrokových sazeb na akciový trh v USA

Můžeme prokázat zvyšování zájmu investorů o akciové investice. Investoři se tlačí do rizikovějšího, ale výnosnějšího akciového trhu, který, jak jsme si uvedli na indexu pěti set firem s největší kapitalizací obchodovaných na New Yorské burze NYSE, který od předkrizových hodnot narostl skoro dvojnásobně. Dává to možnost vzniku nových spekulativních bublin, byť pouze pro některé sektory trhu. Díky tomu, že dochází k porušování ekonomické efektivnosti alokace zdrojů do těch nejvýnosnějších projektů, ale prostředky se v takovém množství umísťují v podstatě kamkoliv. Na druhou stranu u indexu S&P 500 bylo zjištěno, že i větší krizi dokáže v relativně krátké době přestat bez větších potíží, v čemž vzniká jeho využitelnost pro investice s dlouhodobějším investičním horizontem.

4 ANALÝZA SOUDOBÉHO STAVU NEMOVITOSTNÍHO A HYPOTEČNÍHO TRHU

Při současném stavu velmi nízkých úrokových sazeb a při snaze investorů hledat i další alternativy, resp. alternativy mimo tradiční finanční trh. Ideálně, které jsou adekvátně úrokovým sazbám podporovány nízkou nákladovostí hypotečních úvěrů. Jako jedna z možností se jeví investice do nemovitostí. Což recipročně zvyšuje jejich hodnotu a opět, stejně jako při bublině v roce 2007 může vyvolávat riziko bubliny nové.⁴³

Obrázek 18: Vývoj Case-Shillerova indexu cen nemovitostí



Zdroj: Tradingeconomics.com

Case – Shillerův index cen nemovitostí sleduje ceny domů ve dvaceti největších amerických městech. Na samotném grafu, můžeme konstatovat, že hodnota cen nemovitostí se vrací do úrovní doby před bublinou vyvolanou krachem trhu hypotečních úvěrů. Což může dávat tušit, že i na trhu nemovitostí se může formovat spekulativní bublina.

⁴³ REJNUŠ, Oldřich. *Vývoj světové ekonomiky a Evropské unie v soudobých podmínkách extrémně nízkých úrokových sazeb a "tlačení" peněz* [online]. 2016, 160-177 [cit. 2017-03-25]. ISBN 978-80-263-1122-5. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/11012/63700>

Růst můžeme pozorovat i na prodejích již existujících nemovitostí, kde se hodnoty opět vrací do počtu transakcí v předkrizové době. Nicméně zde je třeba zdůraznit, že se jedná o již existující nemovitosti, které pouze mění majitele. Při růstu cen, které nám indikuje Case – Shillerův index může být vyvolán stav, zvláště když vezmeme v úvahu, že trh s novými nemovitostmi neroste do takové míry, aby případný další nárůst poptávky mohl uspokojovat do nekonečna, což může způsobit, obdobný stav jako v České republice, kdy se nabídka nemovitostí natolik snižuje, že nemovitosti volné na trhu budou, tak nedostatkovým zbožím, že ceny se budou zvyšovat do astronomických výšin. Což naopak vytváří příležitost v rámci investování do nemovitostí pro budoucí zisky, kdy optimálním se pak jeví jejich nákup k dlouhodobému pronájmu.

Obrázek 19: Vývoj počtu prodejů existujících nemovitostí v USA



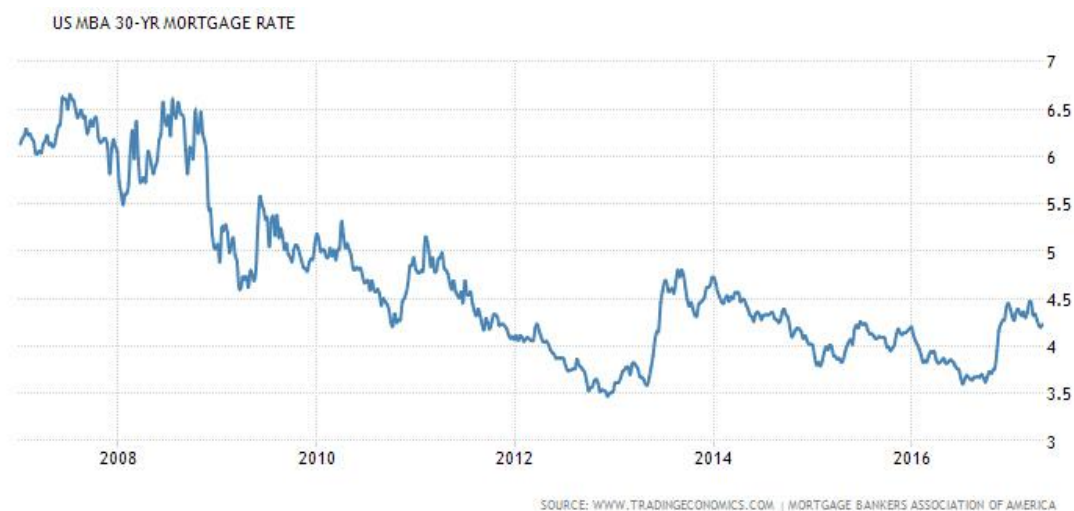
Zdroj: Tradingeconomics.com

Obrázek 20: Vývoj počtu prodejů nových nemovitostí v USA



Zdroj: Tradingeconomics.com

Obrázek 21: Vývoj úrokových sazeb hypotečních úvěrů v USA



Zdroj: Tradingeconomics.com

Úrokové sazby na hypotečních úvěrech, jak je vidět na grafu od předkrizového roku 2007, kdy byly na nejvyšší úrovni. Soustavně klesají s určitými výchyly, resp. „oscilačním pásmem“ plus minus půl procenta, okolo hodnoty 4 %. Z tohoto můžeme soudit, že trh nemovitostí zatím zůstává před hodnotami svého nasycení a můžeme, tak hodnotit investice do tohoto reálného aktiva jako vhodnou alternativu s potenciálem, který byl identifikován výše. Což je doloženo i dlouhodobou statistikou, která ukazuje,

že průměrná úroková sazba od roku 1990 do roku 2017 je na hodnotě 6,39 %. Rekordně nejnižší úrovně bylo dosaženo v prosinci roku 2012 s hodnotou 3,47 %.

4.1 Závěry analýzy soudobého stavu nemovitostního a hypotečního trhu

Směřování investic do reálných aktiv, tlak jež je prostupujícím celým trhem, kdy investoři hledající výnosy opouštějí tradiční finanční investiční nástroje a svoje prostředky investují i do reálných aktiv, například na nemovitostním trhu. Sice bylo zjištěno, že index cen nemovitostí roste a vrací se k předkrizovým hodnotám, ale s klesající nabídkou nových nemovitostí, čímž vzniká stále ještě vhodná tržní příležitost pro investice do nemovitostí, kde je ovšem důležité hledat takové, které dokáží nabídnout výhledově dobrý potenciál pro další růst výnosů, především z pohledu dlouhodobé držby. To dokládá i vývoj úrokových sazeb hypotečních úvěrů, které se drží od roku 2011 na stabilních hodnotách, byť s určitou volatilitou. Avšak indikuje to stabilitu trhu, ale také prostor pro tržní příležitosti. To se dá usuzovat i z nejnižší dosažené úrovně úrokové sazby 3,47 % z prosince roku 2012. Současný stav je vyšší zhruba o jeden procentní bod, což je vzdáleno hodnotám z vrcholu, kterého bylo dosaženo v roce 2008, kde se průměr pohyboval i nad úrovní 6,5 %.

V rámci nemovitostních investic však hrozí riziko zvyšování úrokových sazeb, které mohou zdražit úvěry na jejich financování. Proto dopady, které byly definovány vychází z předpokladu vývoje zadlužování a především z politiky nastavované novým prezidentem Donaldem Trumpem, tedy nové fiskální stimuly a snižování daní, kdy bude stále přetrvávat nechuť ke zvyšování úrokových sazeb a snaha jejich držení na nízkých úrovních. Byť je nutné v současné chvíli zohlednit protichůdnou politiku Federálního rezervního systému, který prosazuje zvyšování úrokových sazeb, avšak s tím ohledem, že současné předsedkyni Janet Yellenové končí mandát na začátku roku 2018, což poskytne prostor prezidentu Trumpovi pro ovlivnění výběru případného nového předsedy, který bude ochotný podpořit jím nastavovanou politiku ekonomického vývoje.

5 VÝBĚR VHODNÝCH AKTIV A JEJICH VZÁJEMNÁ KOMPARACE

Zadání správce je sestavit portfolio otevřeného podílového fondu zaměřené na dlouhodobý časový horizont, s tím požadavkem, aby jeho vlastní portfolio bylo tvořeno pouze akciemi.

5.1 Statut fondu

Jak udává zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a fondech, tak každý fond spravující majetek podílníků musí vydat základní informaci o prostředcích, jejich způsobu investování a dalších informacích, které jsou důležité pro investory, tak aby byli schopni přesně posoudit investici, která bude vydána ve srozumitelné formě běžnému investorovi.

Fond, dle zadání jeho správce, bude díky svému dlouhodobému časovému horizontu sestaven výhradně z akciového trhu, resp. akcií. Je umožněno využít i formy nákupu akcií ETF (Exchange traded funds), jejichž portfolio bude tvořit akciový index, či portfolio vybraných akcií. Ale také bude dovoleno využívat akcií REIT společností jako alternativu diverzifikující portfolio. To vše s růstovou strategií, která umožňuje fondu příjmy z dividend dále reinvestovat v rámci výsledné skladby portfolio pro rychlejší nárůst majetku.

Správcem fondu bylo rozhodnuto o doplnění portfolio alternativní formou investice, kterou budou představovat nemovitosti. Nicméně fond sám o sobě nebude nakupovat a spravovat nemovitosti přímo, ale svoje portfolio doplní právě o akcie REIT společností. Tedy Real Estate Investment Trust, což jsou společnosti, které právě vlastní, pronajímají, spravují a investují do nemovitostí. Podstatným faktem společností REIT je, že ze své činnosti neplatí daň z příjmu, za předpokladu splnění několika kritérií. Hlavním atributem je, že ze svého zisku musejí distribuovat minimálně 90 % ve formě dividend. Tímto obsažením chce fond zajistit investorům jednak investiční alternativu, kterou vůči standardnímu akciovému trhu představují nemovitosti, které se řadí spíše ke

konzervativnějším nástrojům, nicméně bez rizik a nákladů, které představuje jejich fyzický nákup a správa. A také pravidelnou výplatu dividendy, která bude plynout právě z REIT společností.

Iv rámci skladby části připadající na REIT společnosti bude probíhat další diverzifikace, kdy samotné trusty se nezaměřují nejen na tradiční rezidenční nemovitosti, kancelářské a komerční prostory, ale také na hotely, golfová hřiště či zdravotnická zařízení. Což i v rámci hospodářského cyklu umožní stabilnější vývoj aktiv fondu, například v době recese se spíše bude dařit trustům spravujícím nemovitosti obsazené obchodními řetězci či obchodníky se zbožím denní spotřeby nebo zdravotnická zařízení, které opět budou fungovat spíše neutrálně vůči vývoji ekonomiky. Na druhou stranu jsou investiční trusty, které obsahují zábavní centra a hotely, kterým se mnohem více bude dařit v dobách konjunktury.⁴⁴

Geografické rozložení fondu bude zaměřeno na Spojené státy americké, tak jak už vyplývá z makroekonomické analýzy, která byla provedena v přechozích kapitolách práce. Z čehož plyne i denominace fondu do amerického dolaru.

Samotné rozčlenění pak bude 75 % ku 25 %. Kdy jádro fondu bude tvořeno nákupem ETF cenných papírů akciového indexu Standart & Poor's 500, který je nejvýznamnějším indexem amerických akcií. Je široký se záběrem na celý trh, což opět posiluje diverzifikaci portfolia a především ji výrazně zjednodušuje, kdy tímto způsobem je možné „koupit“ celý trh, aniž by bylo nutné kupovat jednotlivé akciové tituly všech společností, čímž také dochází k zásadní úspoře a hlavně nenáročnosti na kapitál fondu. Z průzkumů je také dokázáno, že se standardně portfolio manažerům zřídka kdy daří trh vůbec překonávat, z čehož plyne, že samotný fond bude postaven na trhu jako takovém.

⁴⁴ Akcieatrh.cz. *REIT (Real Estate Investment Trust)* [online]. Praha: Moneta Investment, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://akcieatrh.cz/cz/dividendy-reits>

5.2 Jádru fondu

Jádrem fondu se stane s jeho 75% alokací americký index S&P 500, který bude reprezentován burzovně obchodovatelným ETF fondem s pasivní správou postavený na tomto indexu pod označením SPY. Index S&P 500 je všeobecně považován za jedno z nejpřesnějších měřítek výkonnosti celého amerického akciového trhu. Vytvořila jej ratingová agentura Standart & Poor's 500 a zahrnuje 500 významných amerických společností obchodovaných na new yorské burze NYSE a dalších burzách. Kritériem pro zařazení společnosti do tohoto indexu je především její tržní kapitalizace, ale také celkové objemy obchodů a také oborová struktura amerického hospodářství. Index Standart & Poor's 500 je hodnotově vážený index, váha každé akcie v indexu je úměrná její tržní hodnotě.⁴⁵

Obrázek 22: Historický vývoj indexu S&P 500



Zdroj: Finance.yahoo.com

Jak vidíme z grafu historického vývoje i z hlediska řečeného v předchozí kapitole, tak sám o sobě není akciový trh bez rizik, která byla ještě v průběhu posledních let od propuknutí hypoteční krize v roce 2007 výrazně posílena, díky dopadům kvantitativního uvolňování amerického FEDu. Nicméně i tak pokud se chceme dívat z hlediska výnosů na jednotlivé instrumenty, tak zůstávají i při současných vysokých cenách na akciových

⁴⁵ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 434-435.

tržích, akcie jako takové nejvhodnější. Zastoupením, díky nákupu celého indexu, ovšem snižujeme riziko z pohledu výrazně vyšší diverzifikace, ale i tím, že fond je konstruován s ohledem na dlouhodobý investiční horizont. Příchodu a dopadům krizí, samozřejmě zabránit nelze, avšak lze je kompenzovat právě časovým horizontem a také tím, že fond zahrne ve svém portfoliu celý trh. Tedy nebude žádným způsobem odkázán na jeden konkrétní tržní segment, který vůči souhrnu celého trhu může vykazovat podstatně vyšší volatilitu.

Obrázek 23: Sektorové rozložení portfolia SPY

SPY Stock Sector Exposure	
Basic Materials	2.89%
Communication Services	4.12%
Consumer Cyclical	11.02%
Consumer Defensive	9.54%
Energy	6.67%
Financial Services	15.82%
Healthcare	14.28%
Industrials	10.33%
Real Estate	2.40%
Technology	19.70%
Utilities	3.24%
As of April 12, 2017	

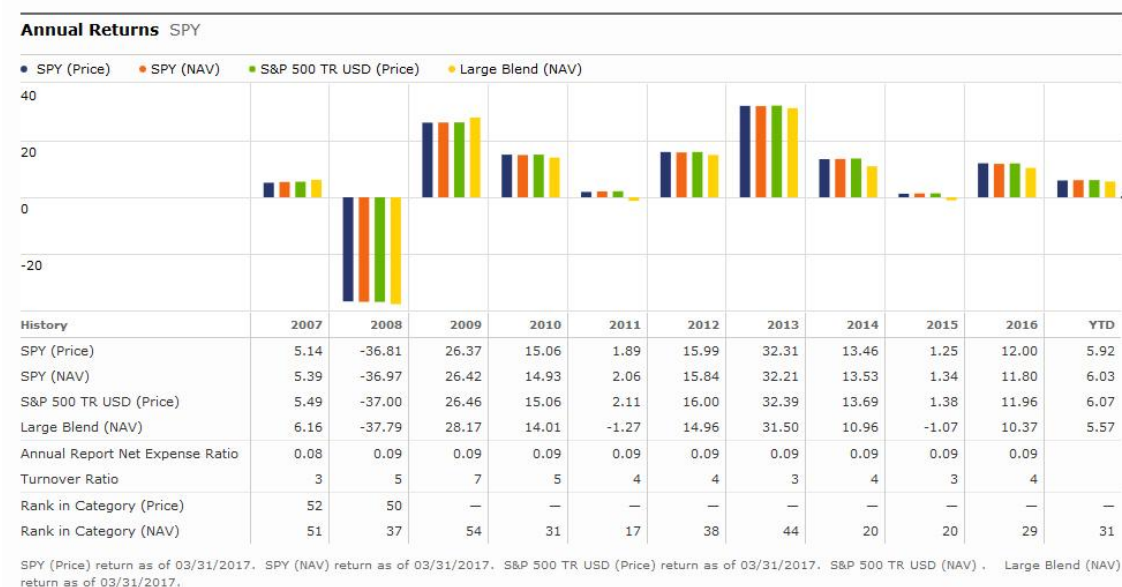
Zdroj: Ycharts.com

Zde vidíme i sektorové rozložení portfolia indexu S&P 500, které je rozprostřeno skrze všechny sektory amerického hospodářství. Tedy z toho plyne samotná vysoká diverzifikace portfolia jako takového. Obsaženy jsou jak sektory cyklické, které podléhají vysoké náchylnosti na hospodářský cyklus, tak i neutrální a anticyklické, které naopak propady v rámci recese dokáží, alespoň z části kompenzovat.

Na druhou stranu vidíme zastoupení Real Estate sektoru pouze 2,4 %, což ospravedlňuje využití akcií REIT společností jako určitou alternativu ke klasickému

akciovému koši, a také jako prvek další diverzifikace. Ale také jako prvek, který má sloužit jako anticyklický.

Obrázek 24: Vývoj výkonnosti SPY



Zdroj: Morningstar.com

Pokud se podíváme na výkonnost ETF cenného papíru emitovaného společností SPDR, tak zde uvidíme razantní propad v roce 2008, jako důsledek propuknutí krize. Nicméně z hlediska aritmetického průměru, tak index vykazuje zhodnocení za posledních deset let 8,66 % p.a. Pokud očistíme index o nejvyšší hodnoty a největší propad, aby byla získána hodnota bez výkyvů krize i největší konjunktury, tak se dostáváme na hodnotu 11,41 % p.a. Měřeno dle údajů čistého obchodního jmění (resp. NAV – Net Asset Value).

O založení jádra fondu na indexu S&P 500 jako vhodné volbě vypovídá i hodnocení dle metodiky serveru Morningstar.com, který udává na námi zkoumaném desetiletém horizontu jeho výkonnost jako nadprůměrnou a hodnocení rizika jako průměrné.

Obrázek 25: Hodnocení SPY dle Morningstar.com

Morningstar Risk & Rating Statistics SPY			
03/31/2017	3-Year	5-Year	10-Year
Morningstar Return			
SPY	Above Average	Above Average	Above Average
Morningstar Risk			
SPY	Average	Below Average	Average
Morningstar Rating			
SPY	★★★★	★★★★	★★★★
# of Funds in Category	—	—	—

Zdroj: Morningstar.com

5.3 Alternativní doplnění portfolia

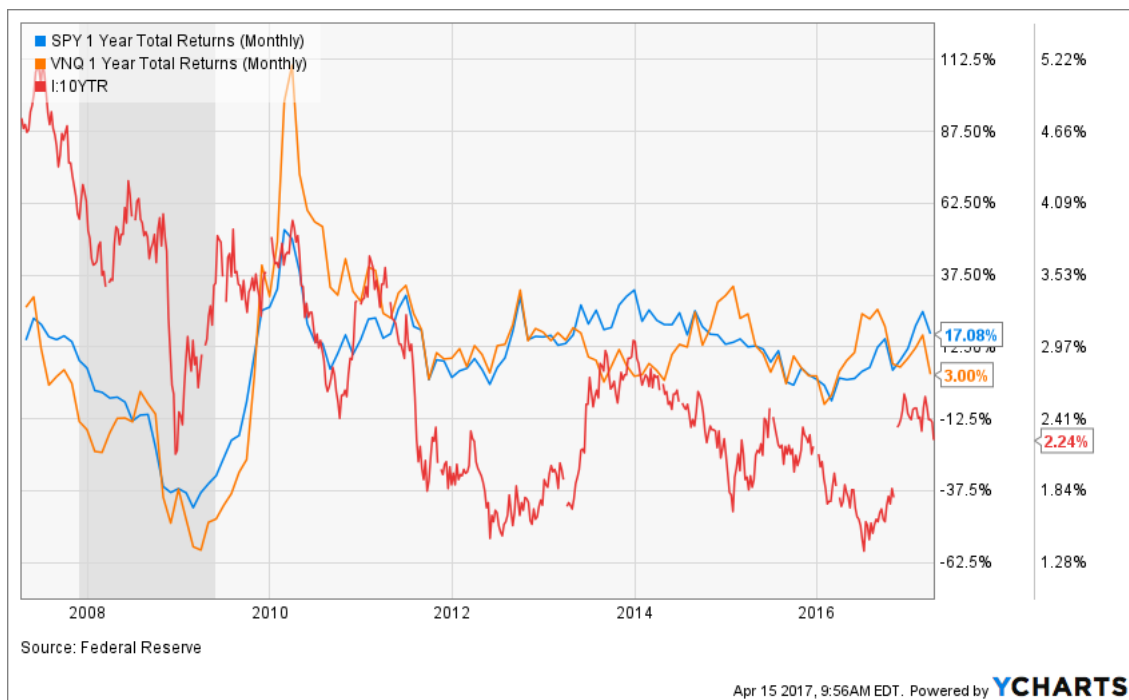
Sama o sobě, strategie založená na nákupu indexu amerických akcií S&P 500 je už dostatečnou diverzifikací portfolia, jak z hlediska počtu „nakupovaných“ společností, tak skrze jednotlivé sektory amerického hospodářství. Nicméně strategie fondu je stanovena na nákupu i dalších alternativních investic, za něž byly zvoleny nemovitosti, jako konzervativnější prvek, který má ještě více rozmělnovat riziko. Proto váhy fondu byly stanoveny na 75 ku 25 % ve prospěch indexu S&P 500.

Nicméně přímý nákup nemovitostí, zvláště pak na zvoleném americkém trhu by si vyžádal jednak velkou kapitálovou náročnost, ale také by byl spojen s velmi vysokými riziky. Jednak samotného pořízení a následné správy nemovitosti, což by muselo být prováděno „přes oceán“. Z tohoto důvodu bude portfolio doplněno o akcie REIT (Real Estate Investment Trust) společností, které nemovitosti a z nich plynoucí výnos zajistí tzv. za investora.

K využití této alternativy nemovitostí nás vede i několik úvah, kdy první z nich se vztahuje k úrokovým sazbám a tedy z logiky věci by měly aktiva spojená s nemovitostmi ztrácet na svém výkonu v případě růstu úrokových sazeb, tedy v období, které nyní v USA nastává.

Jak je vidět na následujícím grafu, tak porovnání vývoje ročního výnosu indexu S&P 500, jednoho z největších ETF REIT cenného papíru Vanguard REIT ETF, který nám bude sloužit jako benchmark a desetiletých státních dluhopisů americké vlády prokazuje, že pohyb úrokových sazeb ovlivňuje vývoj jednotlivých aktiv, nicméně pouze částečně.

Obrázek 26: Porovnání vývoje SPY; VNQ a 10Y Treasury



Zdroj: Ycharts.com

K tomuto konstatování vede fakt, že většina REIT společností se řídila doporučením Národní asociace real estate investment trust (NAREIT) a především v dobách nízkých úrokových sazeb snižovala svůj dluh, z čehož plyne, že dopady zvýšení úrokových sazeb budou těmito kroky eliminovány. Což jim v dnešní situaci dává určitou pravděpodobnost růstu.

Další podpora pro REIT společnosti přichází i s novým prezidentem Donaldem Trumpem, který sám realitní magnát, hodlá svoji politikou podpořit nižším daňovým zatížením podnikatelský sektor a dále plánuje podpořit fiskálními stimuly výstavbu

nové infrastruktury, což může v rámci klesajícího sektoru stavebnictví pomoci i k jeho růstu i k růstu výnosů REIT společností.⁴⁶

5.4 Volba benchmarku

Jako benchmark pro další práci bude zvolen Vanguard REIT ETF (VNQ), který je zdaleka největší realitní fond obchodovaný na burze, s více než 30 miliardami dolarů v aktivech, a je také jeden z nejlevnějších, s manažerskými náklady hodnotě 0,12 %. Má velmi zkušený management a jedno z nejlepších hodnocení serveru Morningstar.com ve svém oboru.

Co je důležité, tak Vanguard REIT ETF sleduje MSCI USA REIT Index, který je jedním z nejlepších ukazatelů pro vývoj REIT prostředí. Index MSCI USA REIT v sobě nezahrnuje hypoteční REIT společnosti, které investují do hypoték a do cenných papírů, které jsou kryté hypotečními úvěry, ani specializované REIT společnosti, tzv. non-real-estate, tedy dřevostavby a například vysílače mobilních operátorů. Je tedy zaměřen výhradně na skutečné nemovitosti, které spravuje a recipročně generuje zisk z nájmu.

Portfolio fondu je diverzifikováno napříč všemi segmenty nemovitostí. Maloobchodní řetězce v rámci REIT jsou nejvíce zastoupeny s podílem na aktivech ve výši 22,4 %. Kancelářské prostory, nemovitosti k rezidenčnímu bydlení, zařízení pro zdravotní péči a specializované REIT, každý tento segment je zastoupen mezi 12 – 16 %. Diverzifikace zahrnuje i průmyslové výrobní haly s podílem ve výši 6,5%, a jsou rovněž zastoupeny hotelové resorty v hodnotě podílu na aktivech ve výši 6,2 %.⁴⁷

⁴⁶ Forbes. *Why REITs Will Soar In 2017 - And The 5 Best Buys Now* [online]. Jersey City: Forbes Media LLC., 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/brettowens/2017/01/28/why-reits-will-soar-in-2017-and-the-5-best-buys-now/#72d719e05c43>

⁴⁷ Morningstar.com. *Vanguard REIT ETF VNQ* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://analysis.morningstar.com/analystreport/ear.aspx?t=VNQ&ion=USA>

Obrázek 27: Vývoj hodnoty VNQ



Zdroj: Morningstar.com

5.5 Volba vybraných aktiv pro doplnění fondu

Jako vhodná aktiva pro nákup do podílového fondu byly vlastním průzkumem trhu zjištěny následující společnosti Public Storage (PSA), Simon Property Group (SPG), Ventas (VTR) a Preferred Apartment REIT (APTS).

5.5.1 Public Storage (PSA)

Společnost Public Storage se zabývá pořízením a správou vlastních skladovacích prostor, které nabízí k pronájmu. Většinou na bázi měsíčního pronájmu a to jak soukromým, tak korporátním subjektům.

V oblasti skladovacích prostor došlo v poslední době k mírnému poklesu poptávky, i tak společnost plánuje zvláště u dlouhodobých nájemců, resp. u těch, kteří svoje skladovací prostory mají pronajaty rok a více k postupnému zvyšování nájmů.

I přesto si firma drží obsazenost vlastních prostor dlouhodobě přes 90 % z čehož plyne její stabilní podnikatelská činnost. Což bude ještě podpořeno výstavbou dalších, nových prostor.

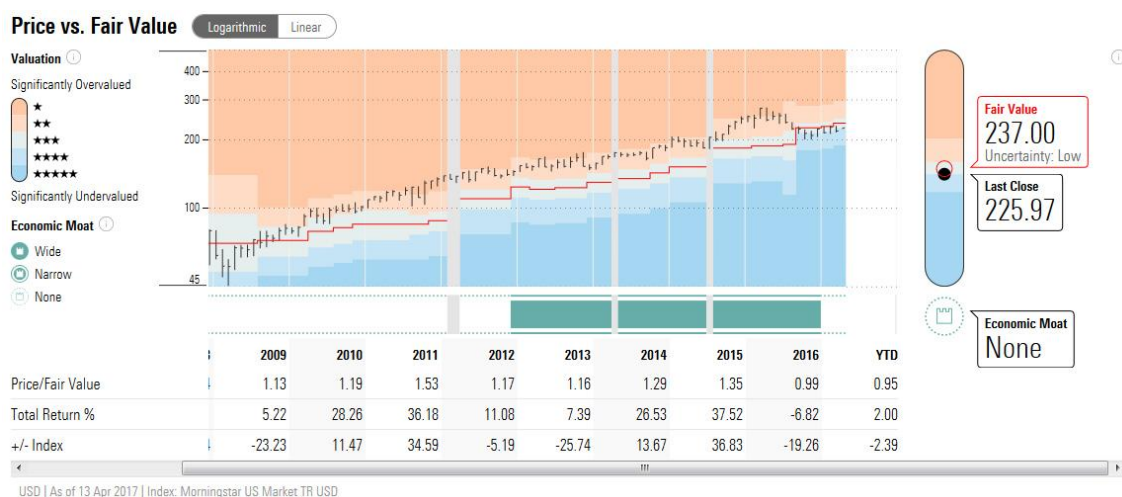
Nicméně díky současnému vývoji se dá tak říci, že její hodnota je spíše nyní podhodnocená a má připravenou půdu pro nový růst. Z čehož plyne zařazení do tohoto výběru.⁴⁸

Obrázek 28: Vývoj hodnoty PSA



Zdroj: Morningstar.com

Obrázek 29: Ocenění vnitřní hodnoty PSA dle Morningstar.com



Zdroj: Morningstar.com

5.5.2 Simon Property Group (SPG)

Simon Property Group Inc je realitní investiční trust. Vlastní, staví a spravuje síť nemovitostí pro maloobchodní prodej, včetně nákupních center, prodejen a komunitních center.

⁴⁸ Morningstar.com. *Public Storage PSA* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/psa/quote.html>

Firma vlastní vysoce kvalitní portfolio maloobchodních nemovitostí skrze celé geografické prostředí USA. Funguje tak v relativně stabilním prostředí, které ji dává předpoklad stabilního budoucího růstu.

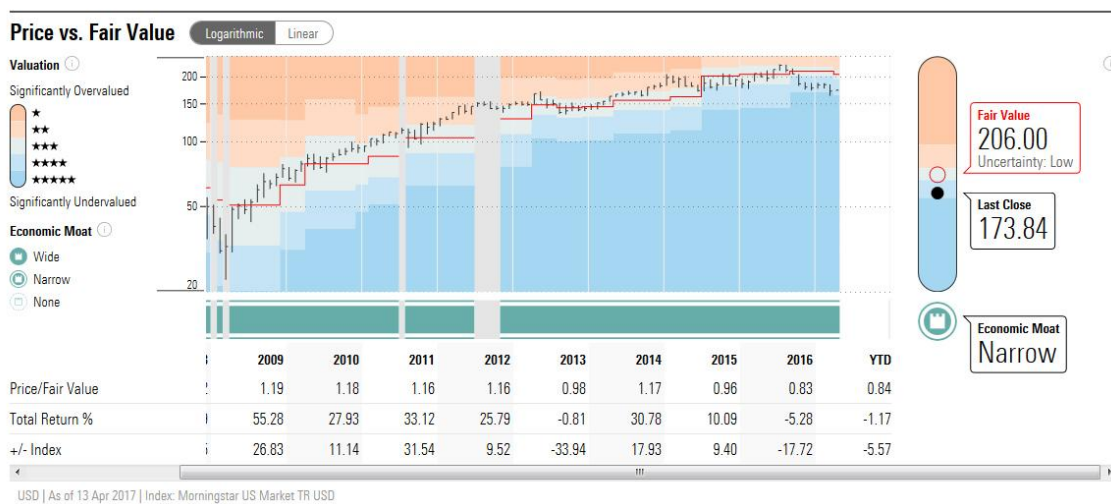
Byť i v tomto retailovém segmentu se musela potýkat s mírným poklesem poptávky, což hodnotu jejich akcií lehce podhodnotilo a učinilo z firmy dobrou koupi pro fond, což dokládá analýza serveru Morningstar.com.⁴⁹

Obrázek 30: Vývoj hodnoty SPG



Zdroj: Morningstar.com

Obrázek 31: Ocenění vnitřní hodnoty SPG dle Morningstar.com



Zdroj: Morningstar.com

⁴⁹ Morningstar.com. *Simon Property Group Inc SPG* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/spg/quote.html>

5.5.3 Ventas (VTR)

Ventas Inc. je investiční realitní trust, který vlastní a spravuje vlastní portfolio domovů pro seniory, nemocnic a jiných typů zdravotnických zařízení, které jsou primárně v USA, ale také v Kanadě a Velké Británii.

Pro firmu jsou velmi zásadní příchodí změny s novou administrativou prezidenta Donalda Trumpa a jeho plánovanými změnami ve zdravotní péči. Každopádně se jedná primárně o stabilní prostředí, které se vyznačuje dlouhodobými pronájmy. Na druhou stranu se hůře přizpůsobují ze své dlouhodobé smluvní podstaty, tržnímu cyklu.

Potenciál společnosti tkví také ze stárnutí populace a z toho plynoucí další výstavby domovů pro seniory i vyšší poptávku po zdravotní péči.⁵⁰

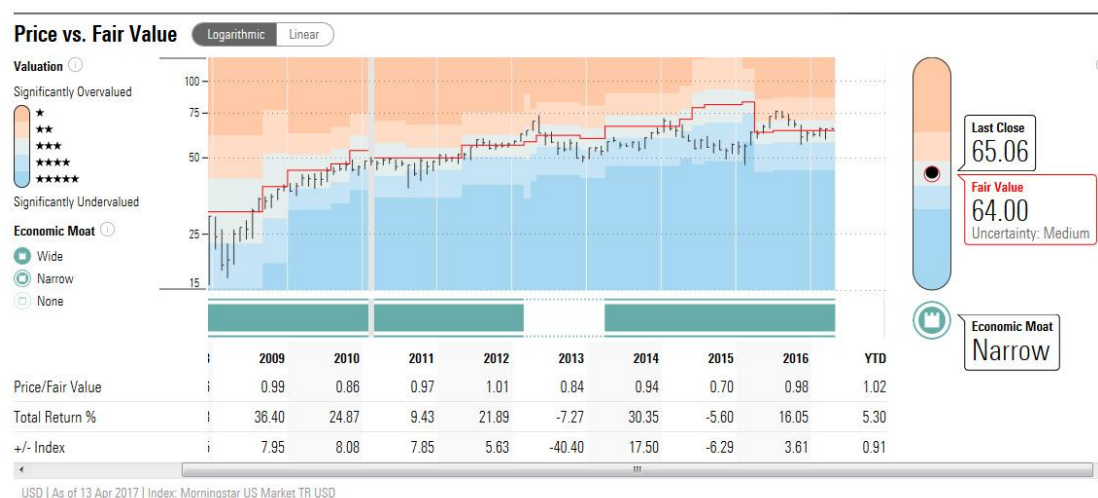
Obrázek 32: Vývoj hodnoty VTR



Zdroj: Morningstar.com

⁵⁰ Morningstar.com. *Ventas Inc VTR* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/vtr/quote.html>

Obrázek 33: Ocenění vnitřní hodnoty VTR dle Morningstar.com



Zdroj: Morningstar.com

5.5.4 Preferred Apartment REIT (APTS)

Preferred Apartment Communities Inc spravuje, staví a provozuje rezidenční nemovitosti ve vybraných cílových lokalitách po celých Spojených státech. Její obchodní segmenty jsou provoz a správa bytových společenství, rezidenčních nemovitostí a s tím související financování a nemovitosti k maloobchodnímu podnikání.

Společnost je z výběru nejmladší, když vznikla v roce 2011. Nicméně od této doby vykazuje každoroční zhodnocení ve dvou ciferných hodnotách. S vysokým meziročním růstem generovaných tržeb. Dá se očekávat, že současný růst bude spíše dále rozvolňovat. Nicméně firma působí na velice lukrativním trhu rezidenčních nemovitostí, který sám o sobě bude vždy relativně konzervativní a velice dobře, z pohledu nemovitostí obsaditelný nájemníky. Zvláště při dobrém rozložení nemovitostí skrze území USA.⁵¹

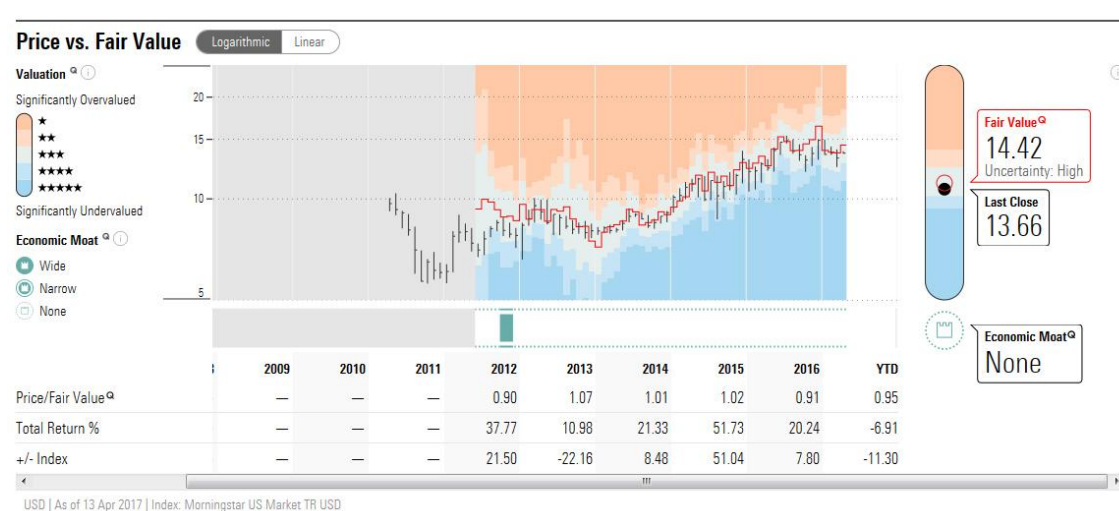
⁵¹ Morningstar.com. *Preferred Apartment Communities Inc APTS* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/apts/quote.html>

Obrázek 34: Vývoj hodnoty APTS



Zdroj: Morningstar.com

Obrázek 35: Ocenění vnitřní hodnoty APTS dle Morningstar.com



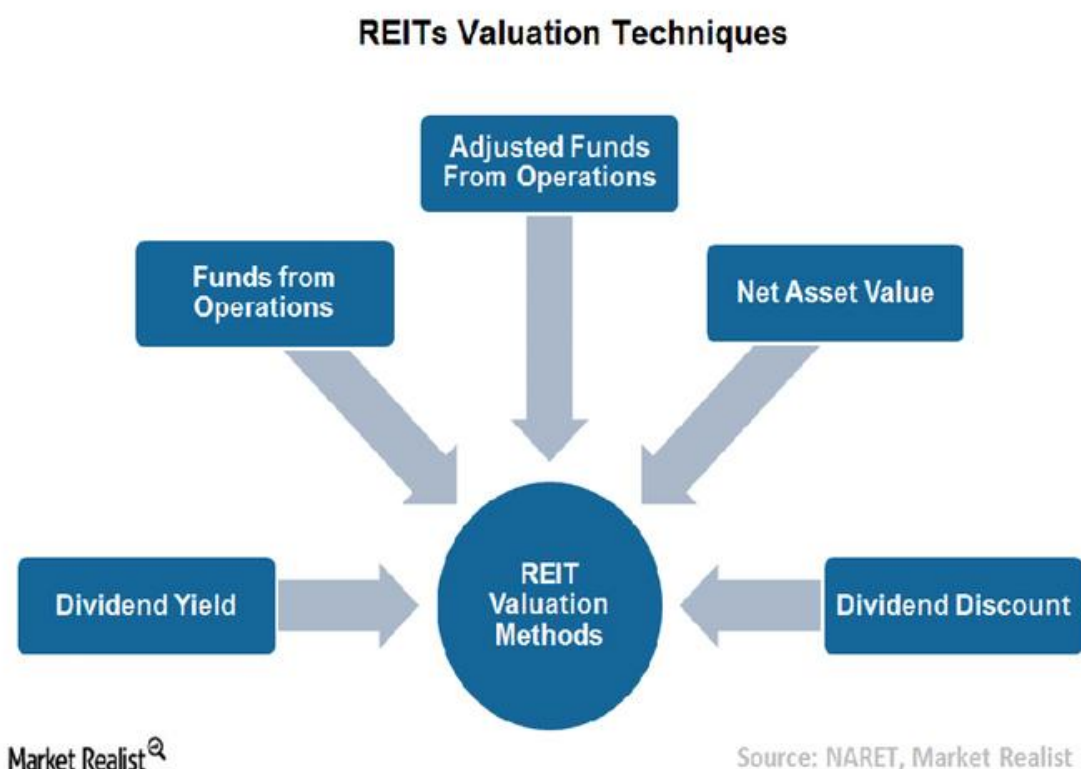
Zdroj: Morningstar.com

5.6 Volba ukazatelů pro srovnání

V rámci srovnání indexových akcií se používá soubor ukazatelů, které se na první pohled liší od standardních ukazatelů „klasických“ podnikových akcií, čemuž bude přihlédnuto a dle těchto metod budou vhodné ukazatele vybrány.

V rámci práce, tak budou vybrány tři ukazatele, na základě kterých budou jednotlivé tituly srovnány a následně v určitém poměru zařazeny do portfolia. Ukazately, tak bude Funds from Operations, Net Asset Value a Dividend Yield.

Obrázek 36: Techniky oceňování REIT



Zdroj: Marketrealist.com

5.6.1 Funds from Operations

Je ukazatel, který definuje cash flow plynoucí z provozní činnosti Real estate investment trustu, tedy rozumí se jím především příjmy z pronájmu a provozních výnosů ze správy nemovitostí v jeho vlastním portfoliu.

Je vypočten jako součet čistého zisku, k němuž se přičítá opotřebení a odpisy nemovitostí a odečítá zisk z prodeje jednotlivých nemovitostí.⁵²

Z hlediska srovnání s „klasickými“ podnikovými akciemi se jedná o ekvivalentní ukazatel EPS (Earnings per Share), který udává hodnotu čistého zisku na jednu akcii.⁵³

⁵² Investopedia.com. *Funds From Operations (FFO) To Total Debt Ratio* [online]. New York: Investopedia, LLC., 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/c/capitalization-ratios.asp>

⁵³ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*, s. 48.

5.6.2 Net Asset Value

Je jeden z nejvýznamnějších hodnotících ukazatelů REIT, který udává hodnotu majetku společnosti, v tomto případě především nemovitostí. Net Asset Value je tak součtem hodnot všech aktiv společnosti včetně peněžních zdrojů, od kterého se odečítají závazky a vyplácené dividendy.

Jednoduše tak lze říci, že čím je hodnota Net Asset Value vyšší tím má REIT společnost emitující cenný papír vyšší pravděpodobnost dalšího růstu, ale je také dokladem řádné správy managementem.⁵⁴

5.6.3 Dividend Yield

Ukazuje poměr dividendy vyplácené na jednu akcii k její ceně. Tento ukazatel ukazuje tu část tržní hodnoty, které se vrací zpět ve formě dividend.⁵⁵

5.7 Hodnocení vybraných aktiv

5.7.1 Public Storage (PSA)

Tabulka 1: Hodnoty ukazatelů PSA

PSA (in million USD)			
	2014	2015	2016
Net income	1144	1311	1454
Depreciation and amortization	437	426	433
Sales	71	73	70
Fund From Operations	1510	1664	1817
Number of shares	173	174	174
Fund From Operations / Share	8,73	9,56	10,44
Real estate properties	12968	13424	14194
Accumulated depreciation	4483	4867	5271
Net real estate properties	8485	8557	8923
Share of properties	86,41%	87,51%	88,08%

⁵⁴ Marketrealist.com. *REITs: Everything Investors Need to Know* [online]. New York: Market Realist, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://marketrealist.com/2015/08/methods-used-determine-reits-valuation/>

⁵⁵ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*, s. 49.

Total Assets	9819	9778	10130
Total liabilities	338	608	718
Net Asset Value	9481	9170	9412
Net Asset Value / Share	54,80	52,70	54,09
Dividend Per Share	5,6	6,5	7,3
Dividend Yield %	3,03%	2,62%	3,27%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

U společnosti Public Storage (PSA) vidíme celkem vysoký čistý zisk, který na sledovaném období posledních tří let má stoupající tendenci. Je i vidět, že si společnost drží svůj majetek, kdy jeho prodeje jsou v porovnání s celkovými aktivy firmy velmi malé. Z hlediska rozložení aktiv je vidět, že se společnost blíží 90 % majetku v nemovitostech, což pro kupujícího znamená vyšší výnos, na druhou stranu je ale držena určitá část v likvidních prostředcích, které kromě běžných výdajů mohou být použitelné na nákup či výstavbu nových skladovacích prostor.

5.7.2 Simon Property Group (SPG)

Tabulka 2: Hodnoty ukazatelů SPG

SPG (in million USD)			
	2014	2015	2016
Net income	1409	1828	1839
Depreciation and amortization	1144	1178	1253
Sales	355	350	366
Fund From Operations	2198	2656	2726
Number of shares	311	310	313
Fund From Operations / Share	7,07	8,57	8,71
Real estate properties	31319	33463	35226
Accumulated depreciation	8951	9915	10866
Net real estate properties	22368	23548	24360
Share of properties	75,74%	76,83%	78,32%
Total Assets	29532	30651	31104
Total liabilities	24439	26179	26793
Net Asset Value	5093	4472	4311
Net Asset Value / Share	16,38	14,43	13,77

Dividend Per Share	5,15	6,05	6,5
Dividend Yield %	2,83%	3,11%	3,66%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

Společnost vykazuje i přes vyšší hodnotu majetku, který drží ve svém vlastnictví nižší provozní zisk z její činnosti na jednu akcii než PSG. Vykazuje tak i velmi podobné výsledky z hlediska čistého zisku v meziročním srovnání, což při podpoření zhruba stejnou hodnotou celkového majetku, tak dává tušit jisté stagnaci v oblasti maloobchodních prodejen. Firma sice zvýšila hodnotu zisku na akcii a to i včetně vyplácené dividendy. Nicméně je vidět také navýšení počtu akcií, což má za následek snížení hodnoty majetku na jeden akciový cenný papír.

5.7.3 Ventas (VTR)

Tabulka 3: Hodnoty ukazatelů VTR

VTR (in million USD)			
	2014	2015	2016
Net income	476	418	646
Depreciation and amortization	827	894	899
Sales	122	128	134
Fund From Operations	1181	1184	1411
Number of shares	297	334	338
Fund From Operations / Share	3,98	3,54	4,17
Real estate properties	23011	23802	25327
Accumulated depreciation	4025	4177	4932
Net real estate properties	18986	19625	20395
Share of properties	89,45%	88,15%	88,03%
Total Assets	21226	22262	23167
Total liabilities	12546	12698	12706
Net Asset Value	8680	9564	10461
Net Asset Value / Share	29,23	28,63	30,95
Dividend Per Share	2,97	3,04	2,97
Dividend Yield %	4,14%	5,01%	4,74%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

V oblasti zdravotnických zařízení a domovů pro seniory je vidět, že firma Ventas v posledním roce výrazně investovala do nových nemovitostí, což je vidět na zvýšené hodnotě celkového majetku. Co je ovšem podstatnější, že dokáže tyto investice proměnit do zvýšeného čistého zisku z operační činnosti, který narostl meziročně o více než 19 %. Společnost také drží svoje jmění na nižším počtu emitovaných akcií, což dokládá ukazatel čistého majetku na jednu akcii. Ovšem můžeme soudit, že investice si vyžádaly snížení vyplacené dividendy, která meziročně procentuelně i nominálně klesla.

5.7.4 Preferred Apartment REIT (APTS)

Tabulka 4: Hodnoty ukazatelů APTS

APTS (in million USD)			
	2014	2015	2016
Net income	2	-2	-10
Depreciation and amortization	16	38	78
Sales	8	6	13
Fund From Operations	10	30	55
Number of shares	17	22	24
Fund From Operations / Share	0,59	1,36	2,29
Real estate properties	496	1007	1965
Accumulated depreciation	26	54	104
Net real estate properties	470	953	1861
Share of properties	67,53%	73,53%	76,87%
Total Assets	696	1296	2421
Total liabilities	407	773	1537
Net Asset Value	289	523	884
Net Asset Value / Share	17,00	23,77	36,83
Dividend Per Share	0,66	0,73	0,82
Dividend Yield %	7,20%	5,56%	5,48%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

U Preferred Apartment REIT, která se zabývá rezidenčními nemovitostmi je vidět její „mládí“, kdy teprve buduje aktiva. Firma, jak bylo řečeno, vznikla v roce 2011 z čehož plyne její záporný čistý zisk v posledních letech. Což je zdůvodněno především růstem majetku v jejím vlastnictví, který jak je vidět na závazcích je z části financován

dluhovým kapitálem. Z tohoto důvodu je operační zisk na jednu akcii relativně malý, avšak při současné vysoké hodnotě majetku na jednu akcii a vysoké vyplácené dividendě dělá z titulu APTS zajímavou koupí, především se slibným budoucím výhledem.

5.8 Srovnání výsledkových ukazatelů

Nyní budou jednotlivé zjištěné hodnoty srovnány v rámci jednotlivých společností, kde za výchozí hodnoty jsou zvoleny data ke konci roku 2016.

Tabulka 5: Srovnání hodnot ukazatelů (k 31.12.2016)

	PSA	SPG	VTR	APTS
Fund From Operations	1817	2726	1411	55
Fund From Operations / Share	10,44	8,71	4,17	2,29
Net Asset Value	9412	4311	10461	884
Net Asset Value / Share	54,09	13,77	30,95	36,83
Dividend Per Share	7,3	6,5	2,97	0,82
Dividend Yield %	3,27%	3,66%	4,74%	5,48%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

Zde můžeme pozorovat, rozdílnost jednotlivého zaměření v rámci spektra nemovitostí, které jednotlivé společnosti obhospodařují, jak z hlediska jejich výnosnosti, když je porovnáme s drženým celkovým majetkem. Je také vidět, jak se projevuje počet vydaných akcií, také závazky společností, které dokáží i jinak vysokou výnosnost podkladového portfolia rozmělnit, což je vidět především na společnosti s titulovým tickerem SPG.

Všechny společnosti splňují podmínky pro zařazení do portfolia fondu, tedy jak bylo zjištěno, dle dat serveru Morningstar.com, tak vykazují znaky určité podhodnocenosti, což z nich činí pro koupí vhodná aktiva. Všechny zmíněné společnosti také v rámci své činnosti vykazují dobrý potenciál, dle fundamentální analýzy zjištěné stejným serverem, pro další svůj vývoj.

Svým složením, resp. zaměřením na určitý segment nemovitostního trhu představují pro portfolio fondu další diverzifikaci, kdy obsahujeme skladovací prostory, maloobchodní síť prodejen, zdravotnická zařízení a domovy pro seniory, ale také rezidenční bydlení. Tedy všechny to jsou segmenty, které ze své podstaty mají fungovat spíše anticyklicky v rámci hospodářského vývoje americké ekonomiky a jsou tak vhodným doplněním jádra fondu, který je tvořen indexem amerických akcií S&P 500. Těmito kroky, tak bude vytvořeno velmi široce diverzifikované portfolio, které v sobě obsáhne celý průřez americkým hospodářstvím a díky postavení na burzovně obchodovatelném ETF fondu si neponese ani nikterak vysoké kapitálové požadavky.

Z průzkumů a zkušeností portfolio manažerů, kteří jsou velmi striktně svázáni pravidly svým zaměstnavatelů a jejich požadavků na skladbu a požadovanou výkonnost vlastních fondů, tak velmi často dochází k situacím, kdy není dosahováno ani tržního zhodnocení benchmarkového indexu.⁵⁶ Čemuž kroky, které jsou činěny v rámci skladby portfolio v této práci zamezujeme, díky tomu, že právě tržní index je jednak benchmarkem i samotným jádrem. Proto tak fond má šanci velmi dobře působit v rámci dlouhodobého investičního horizontu na zhodnocení pro konečné investory. Naopak s tím, že doplněním o 25% zastoupení REIT společností bude obsažen další prvek, který má ještě více portfolio fondu diverzifikovat.

5.9 Komparace vybraných aktiv pro doplnění fondu

V rámci samotné skladby portfolio pro otevřený podílový fond, tak jako výchozí podklad byl připraven ucelený soubor hodnot ukazatelů, který bude posouzen bodovací metodou. A následně budou vytvořeny poměry, jak bude portfolio složeno z hlediska čtyř vybraných titulů v jednotlivém poměru, který v rámci fondu bude zabírat 25 % aktiv, ze kterého bude složen v konečné fázi.

Srovnávací ukazatele byly ještě dále rozšířeny o několik hodnot, které byly dále zkoumány. Jednak je samotná cena titulu a její ocenění vnitřní hodnotou, k čemuž bylo použito metodologie serveru Morningstar.com z něhož byla data převzata. Ukazuje

⁵⁶ GLADIŠ, D. *Naučte se investovat*, s. 122.

tak, že vyjma společnosti Ventas jsou všechny vybrané tituly podhodnoceny, což jen přispívá k názoru vhodného výběru pro výslednou skladbu portfolia. Nicméně i tak, společně s akcií APTS, která vychází také jako podhodnocená, avšak společně s VTR jsou, tak blízko své spravedlivé tržní hodnotě, že tento výsledkový interval můžeme více méně zanedbat.

Tabulka 6: Skladba a výsledky hodnotících ukazatelů

	PSA	SPG	VTR	APTS
Price of Share	225,97	173,84	65,06	13,66
Fair Value of Share	237	206	64	14,42
Diference P - FV	-11,03	-32,16	1,06	-0,76
Fund From Operations / Share	10,44	8,71	4,17	2,29
Net Asset Value / Share	54,09	13,77	30,95	36,83
Dividend Per Share	7,3	6,5	2,97	0,82
Dividend Yield %	3,27%	3,66%	4,74%	5,48%
Price to FFO	21,64	19,96	15,58	5,96
Payout ratio (% of FFO)	69,91%	74,63%	71,15%	35,78%

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

Dále byl zkoumán a vypočten ukazatel Price to FFO, což podobně jako u FFO na akcii, který představuje ekvivalent pro ukazatel EPS, tak Price to FFO představuje ekvivalent velmi často používaného, jako základního ukazatele P/E Ratio. Jde tedy o poměr ceny akcie, v rámci využití pro REIT společnosti s určitou modifikací, kterou je zisk z operační činnosti na jednu akcii.

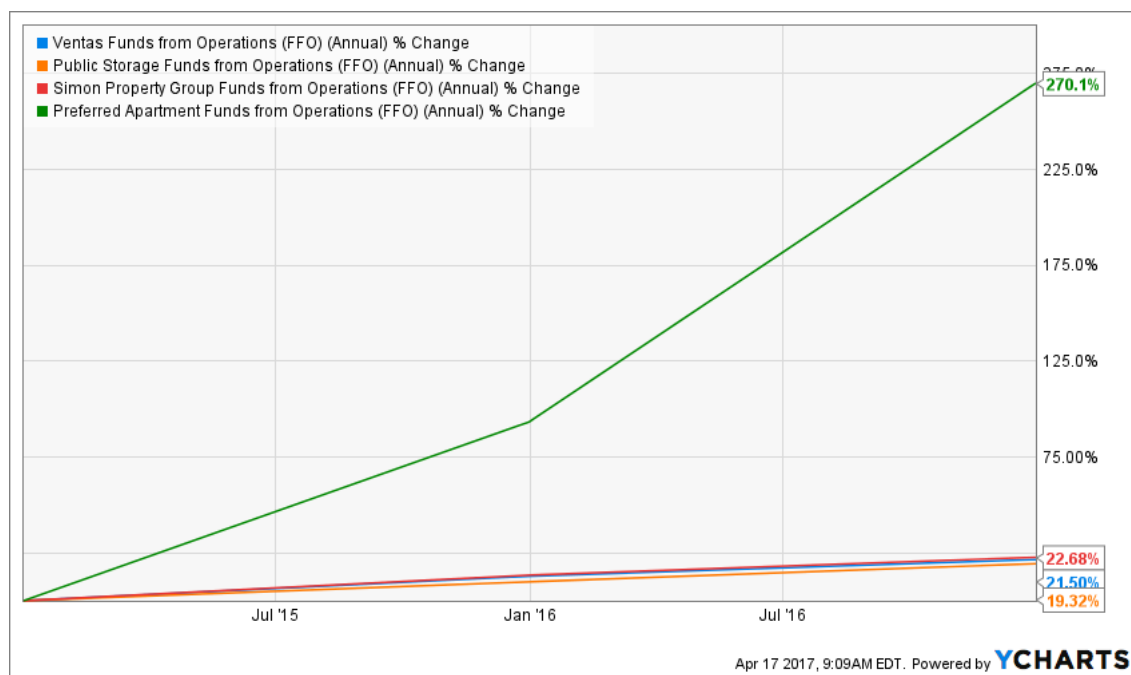
Ukazatel P/E, resp. v našem případě Price to FFO, nám tak uvádí kolik představuje cena, kterou jsou ochotni investoři vydat na pořízení jedné akcie, za jednu peněžní jednotku z ročního zisku společnosti připadající, právě na jednu akcii.

Tento ukazatel, tak vyjadřuje v jednoduchosti, za jak dlouho si na sebe daná akcie „vydělá“ vzhledem k její aktuální tržní ceně a zisku připadajícímu na danou akcii.⁵⁷

⁵⁷ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 260-261.

Vzhledem k výsledkům, které vyjma společnosti APTS překonávají hodnotu 15 se může, dle tradičních hodnot, zdát, že se jedná o více méně dražší aktiva. Nicméně podstatné je vidět výsledek v kontextu dlouhodobosti aktivit i aktiv společnosti. Díky čistému zaměření na nemovitosti a z nich plynoucí zisky, tak v tomto případě jsou měřítka více posunuta, a proto jsou výsledky všech společností brána jako pozitivní.

Obrázek 37: Vývoj procentuální změny FFO



Zdroj: Ycharts.com

Zde můžeme jasně vidět, že vývoj čistého zisku z operační činnosti u všech společností má rostoucí trend. U APTS pak tento trend je více než výrazný.

Poslední rozšíření je o ukazatel Payout ratio, který ukazuje poměr vyplácené dividendy z vytvořeného čistého operačního zisku REIT společností. Kdy je skutečně vidět, že vyjma APTS všechny společnosti vyplácí okolo 70 % svého zisku svým akcionářům. Výběr segmentu REIT společností, tak ještě více podporuje výnosnost fondu, kdy primární jádro slouží k dlouhodobému zhodnocení, což stejně i vybrané REIT společnosti, které ovšem ještě doplňují o výplatu dividendy, která vytvoří další zdroje pro reinvestování a navyšování hodnoty aktiv fondu.

Obrázek 38: Vývoj Dividend Yield



Zdroj: Ycharts.com

Na vyplácených dividendách vidíme, že všechny společnosti ze své podstaty drží vysokou míru vyplácených dividend zpět investorům, samozřejmě s úměrou vůči velikosti svého majetku, ze kterého společnosti plynou zisky.

Obrázek 39: Procentuální vývoj Dividend Yield



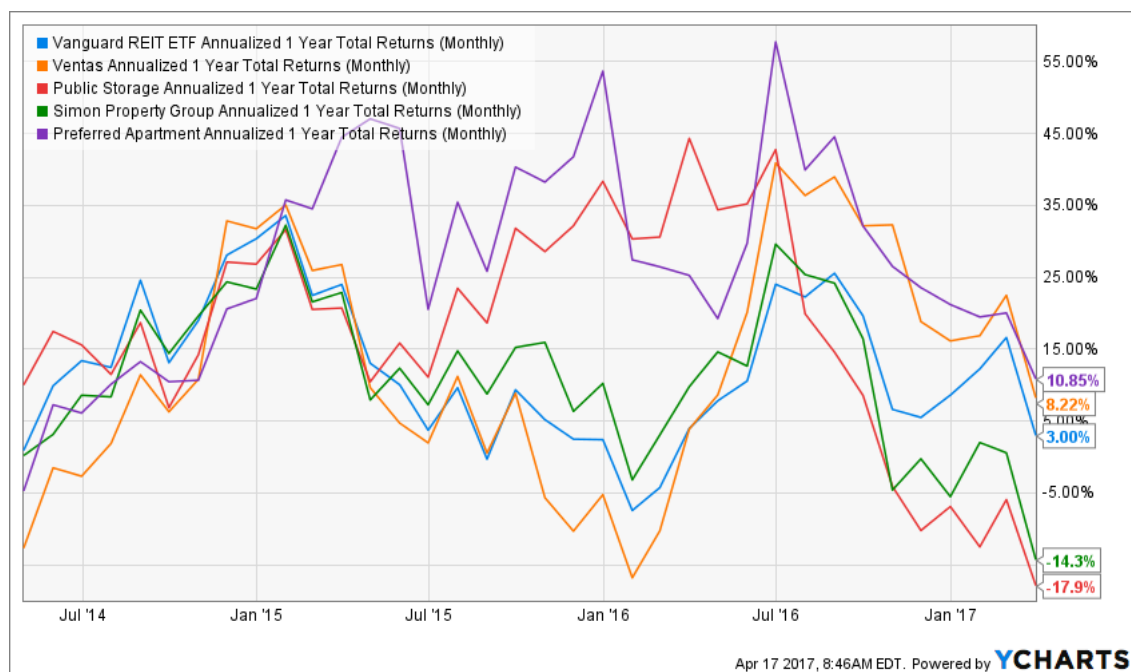
Zdroj: Ycharts.com

Další věcí týkající se vyplácených dividend investorům je jejich procentuální změna, kde u Public Storage a Simon Property Group, které se sice potýkají se snižující se poptávkou, která má za následek to, že se dostávají pod výkonnost benchmarku, tak na druhou stranu se jim daří meziročně vyplácenou dividendu zvyšovat, čímž vytváří tržní příležitost, která poplyne z jejich zařazení do portfolia.

Naopak společnosti Ventas a Preferred Apartment meziročně vyplácenou dividendu snížily, což má ovšem vysvětlení v jejich vlastních investicích do pořízení nového majetku, tak pro vyšší výkonnost v budoucnu.

5.9.1 Srovnání s benchmarkem

Obrázek 40: Srovnání výnosů titulů s benchmarkem



Zdroj: Ycharts.com

Jako benchmark byl zvolen ETF fond Vanguard REIT ETF, jako jeden z největších ETF fondů zaměřených na REIT společnosti s tím, že v sobě nezahrnuje hypoteční a specializované REIT, tedy je zaměřen přímo na fyzické nemovitosti.

Pokud se podíváme na srovnání zprůměrovaného ročního výnosu za období posledních sledovaných tří let, tak vidíme, že společnostem Ventas a Preferred Apartment se daří zvolený benchmark překonávat. Společnosti Simon Property Group a Public Storage naopak v poslední době, resp. posledním roce zažívají pokles poptávky, tedy po skladovacích prostorech a maloobchodním prodeji, což zapříčiňuje jejich pokles pod sledovaný benchmark. Na druhou stranu se může dát očekávat, při zvýšení poptávky

tažené vývojem amerického hospodářství, že mají připravenou dobrou půdu pro následný růst.

Obrázek 41: Srovnání VNQ a SPY



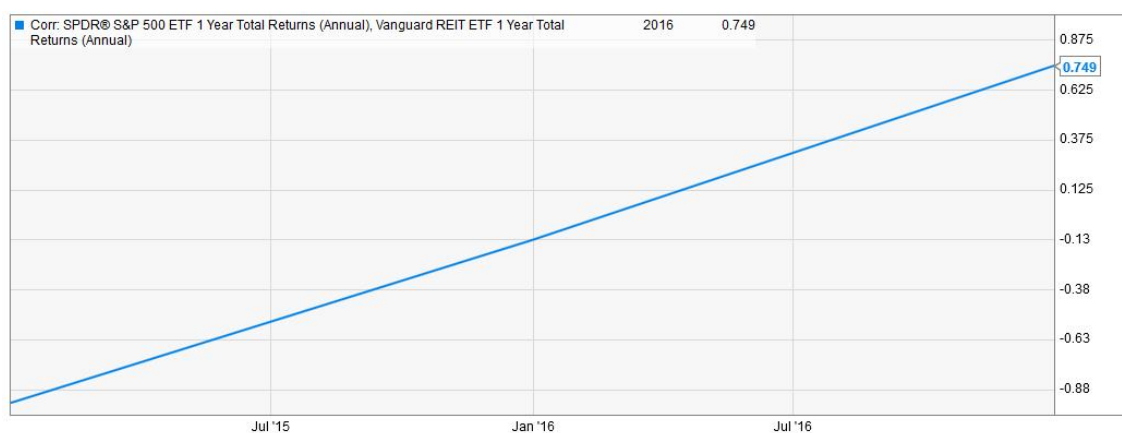
Zdroj: Ycharts.com

Další srovnání nám ukazuje přímé porovnání benchmarku za REIT společnosti s trhem, který je zastoupený ETF fondem SPY, který sám o sobě tvoří jádro fondu. Zprůměrované výnosy obou fondů jsou tak za období posledních sledovaných tří let více méně (po pomyslném očištění o výkyvy VNQ) srovnatelné. Z čehož můžeme konstatovat, že REIT společnosti zastoupené benchmarkem produkují stejný výnos, jako trh jako celek.

5.9.2 Korelace mezi benchmarkem a SPY

Podstatnou věcí je i u vzájemného porovnání se podívat na korelaci mezi zvoleným benchmarkem a trhem, který nám představuje ETF fond SPY. Ze kterého můžeme vyčíst další souvislosti jejich vývoje.

Obrázek 42: Korelace ročních výnosů mezi VNQ a SPY



Zdroj: Ycharts.com

Na ni je jasně pozorovatelné, že trh se zvoleným benchmarkem je kladně korelován, tedy existuje vzájemná závislost mezi těmito dvěma fondy. Byť vidíme z období před třemi lety, že byla záporná, tak současný trend a stav je silně korelován a má rostoucí tendenci. Tedy propad na celkovém trhu zasáhne, i byť diverzifikovaný trh nemovitostí.

Obrázek 43: Korelace ročních výnosů mezi VNQ a SPY (denní)



Zdroj: Ycharts.com

I pokud graf rozšíříme na hodnocení dle denních výkonů, tak můžeme pozorovat proměnlivou, ale stále spíše kladnou korelaci mezi SPY a VNQ, které nám představují trh jako celek a benchmark trhu nemovitostí, resp. REIT společností.

6 NÁVRH SKLADBY CELKOVÉHO PORTFOLIA

6.1 Rozvržení portfolia REIT společností bodovací metodou

V bodovací metodě se REIT společnosti, která dosáhla nejvyšší, resp. nejlepší hodnoty, přidělí 100 bodů a ostatním počet bodů na základě poměru k nejlepšímu ukazateli. Dle diferencovaných vah se ukazatel opět vynásobí váhou, jež byla danému ukazateli přidělena.⁵⁸

Tabulka 7: Vstupní data pro výpočet bodovací metody

	PSA	SPG	VTR	APTS
Diference P - FV	-11,03	-32,16	1,06	-0,76
Fund From Operations / Share	10,44	8,71	4,17	2,29
Price to FFO	21,64	19,96	15,58	5,96
Net Asset Value / Share	54,09	13,77	30,95	36,83
Payout ratio (% of FFO)	0,70	0,75	0,71	0,36

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

Tabulka 8: Výsledné hodnocení dle bodovací metody

	PSA	SPG	VTR	APTS	Váhy ukazatelů	Charakter
Diference P - FV	68,59	200,00	6,59	4,73	2	+
Fund From Operations / Share	400,00	333,61	159,91	87,78	4	+
Price to FFO	82,64	89,59	114,74	300,00	3	-
Net Asset Value / Share	200,00	50,92	114,43	136,19	2	+
Payout ratio (% of FFO)	93,67	100,00	95,33	47,94	1	+
Součet	844,90	774,12	491,00	576,64	12	
Průměr	70,41	64,51	40,92	48,05		
Pořadí	1.	2.	4.	3.		

Zdroj: Morningstar.com, vlastní zpracování autora

Dle bodovací metody, tak vidíme výsledné hodnocení jednotlivých titulů, dle zvolených kritérií, tak, aby braly v potaz specifickou REIT společností. Vychází nám tak pořadí,

⁵⁸ REJNUŠ, O. *Finanční trhy*, s. 278-280.

dle kterého dále budou jednotlivé společnosti, resp. jejich indexové akcie umísťovány do portfolia.

6.2 Výsledná skladba portfolia

Výslednou skladu portfolia rozdělíme při jejím samotném popisu na dvě části, první z nich bude rozvržení části portfolia REIT společností a jejich vlastní zastoupení. Ale také celkové portfolio, které je tvořeno ze 75 % ETF fondem SPDR S&P 500 ETF (SPY), který tvoří samotný základ, resp. jádro fondu.

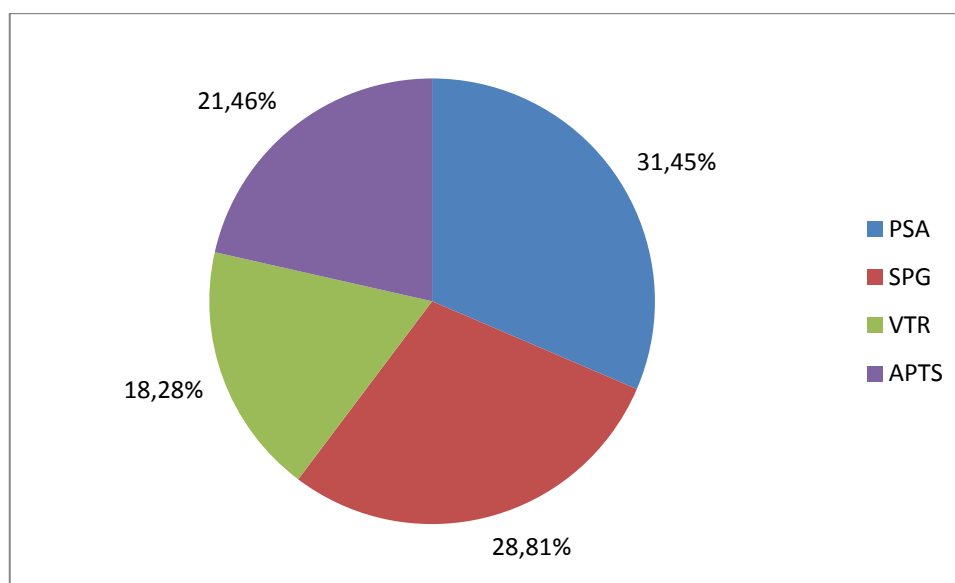
V rámci Real estate investment trust společností, tak bylo užito výpočtu pro zastoupení jednotlivých titulů z výsledků bodovací metody. Dle výsledných průměrů získaných bodů, bylo vypočteno procentuální zastoupení jednotlivých akcií v portfoliu. Když se podíváme na jednotlivé zastoupení, pak vychází následovně.

Tabulka 9: Výsledné rozložení portfolia

	PSA	SPG	VTR	APTS	Součet	SPY
Průměr	70,41	64,51	40,92	48,05	223,89	
Procentuální zastoupení REIT	31,45%	28,81%	18,28%	21,46%	100,00%	
Procentuální zastoupení v PF	7,86%	7,20%	4,57%	5,37%	25,00%	75,00%

Zdroj: Vlastní zpracování autora

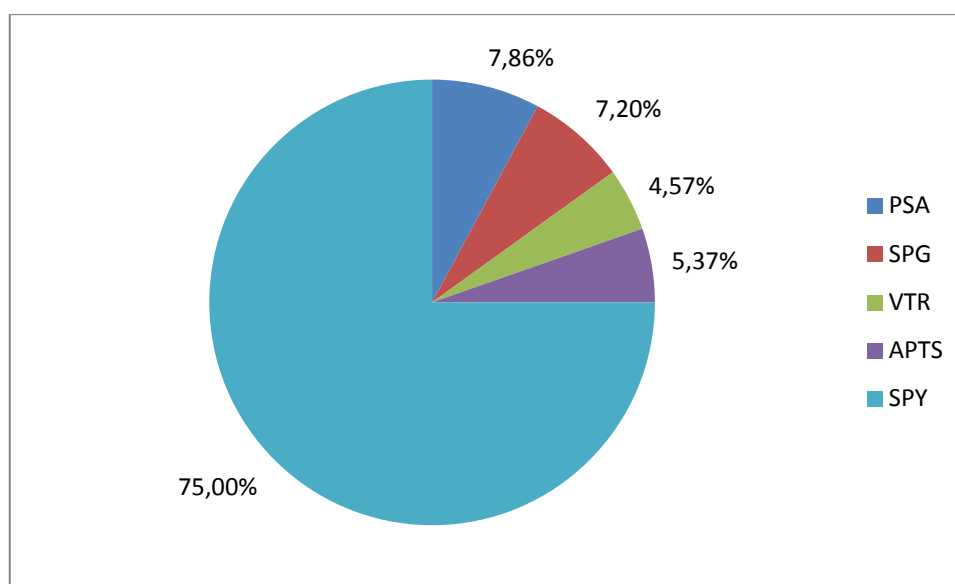
Graf 1: Rozložení REIT společností v portfoliu



Zdroj: Vlastní zpracování autora

Tabulka ukazuje souhrnné výsledky obou částí, kde je vidět jaké poměry budou zastoupeny jednotlivými akciemi REIT společností, což následně demonstruje i graf. Sám je také dokladem, že všechny čtyři vybrané společnosti jsou zastoupeny v portfoliu více méně rovnoměrně.

Graf 2: Celková skladba portfolia fondu



Zdroj: Vlastní zpracování autora

Což i dokládá již výsledný graf celkové skladby portfolia podílového fondu, kdy je složen ze svého jádra resp. ETF fondu SPDR S&P 500 ETF (SPY) a doplněn o diverzifikační prvek v podobě akciových titulů REIT společností, jejichž zastoupení vyplňuje 25 % skladby aktiv.

6.3 Závěr vlastního návrhu portfolia

Současná situace na trzích, jak bylo vyvozeno makroekonomickou analýzou je stále poznamenána dopady krize a jejího následného řešení, ale také zasažena rozsáhlými změnami a z nich vyplývajících riziky, kdy pokud se budeme dívat pohledem správce fondu, musíme z části některé výstupy makroekonomické analýzy popřít.

Výsledkem je, ať je akciový trh nadhodnocen. Je stále dobrým investičním nástrojem v rámci investování otevřeného podílového fondu, který je určen drobným střadatelům. Při předpokladu, že jej správce navrhuje ve vlastních požadavcích s dlouhodobým investičním horizontem, čímž budou eliminována zvláště krátkodobá rizika z trhu vyplývající.

Proto je skladba portfolia postavena ze 75 % na indexu amerických akcií S&P 500, který představuje pět stovek společností s nejvyšší kapitalizací prodávaných především na New Yorkské burze. Čímž dosáhneme velmi vysoké diverzifikace, která pomůže rozmělnit rizika vyplývající z makroekonomické analýzy, kdy do fondu vstupuje skrze ETF fond SPDR S&P 500 ETF (SPY), průřez celého trhu. Umožňuje, tak i při omezeném kapitálu dosáhnout vysoké bezpečnosti. Díky zamýšlenému dlouhodobému investičnímu horizontu je také vidět na historickém vývoji indexu S&P 500, že samozřejmě není ušetřen dopadů jednotlivých krizí. Nicméně se vždy dokázal dostat po určité době do vyšších výnosů. Není tak riskováno určité zacílení fondu na daný sektor, který může být více než jiné zasažen výkyvem, který nemusí absorbovat ani v období dlouhém desítky let. Příkladem může být propad technologických akcií pro dot com bublině v roce 2000. Je tímto rozhodnutím také eliminován psychologický prvek hodnocení managementu správce fondu, který při vlastním uvážení nedokáže sestavit skladbu portfolia, tak aby vůbec překonával trh.

Na druhou stranu v současném období extrémně nízkých úrokových sazeb je třeba uvažovat nad alternativami, které mohou spíše portfolio doplnit, k čemuž došlo i v rámci této práce. Nízké úrokové sazby indikují nízké náklady na úvěrové produkty, které více než jiné jsou spojeny s pořizováním nemovitostí. Z toho důvodu bylo

rozhodnuto jako o alternativní investici, která skutečně pouze doplní standardní portfolio a to právě o nemovitostech.

Je ovšem bez jakýchkoliv debat, že pořízení a správa nemovitostí si nese velmi vysoká tržní, právní, ekonomická a další rizika, která je třeba velmi dobře posuzovat. Díky zaměření fondu na geografickou lokalitu Spojených států amerických, tak je zcela nesmyslné, aby fond spravovaný v České republice, kupoval přímé nemovitosti „přes oceán“ a staral se o jejich provoz, opravy atd. Z čehož vyplynulo rozhodnutí o opětovném užití alternativy, které představují Real estate investment trusty, což jsou společnosti, které právě na bázi fondu nakupují, spravují a inkasují zisk z jimi kupovaných a vlastněných nemovitostí. Tím pádem fond jako takový kupuje akcii, tedy cenný papír, který se váže technicky na nemovitost, avšak jako „podkladové aktivum“. Dopadem negativním, tak je závislost a nemožnost posuzovat vlastní investiční projekty, jejich správu a celkovou obchodní politiku. Ale opět je třeba si uvědomit specifika amerického trhu s nemovitostmi, které skrze REIT jde zajistit s vyšší mírou jistoty.

Proto byly vybrány a dále rozpracovány čtyři společnosti Real estate investment trustů, ze kterých i bylo vyhodnoceno doplnění portfolio v hodnotě 25 % celkové skladby. Bylo také sledováno i další diverzifikování a snaha obsáhnout nejlukrativnější sektory nemovitostního trhu. Proto jsou alokovány společnosti zaměřující se na rezidenční bydlení, zdravotnická zařízení, skladovací prostory a maloobchodní sítě prodejen. Všechny vybrané společnosti byly hodnoceny, dle modifikovaných ukazatelů, právě uzpůsobené pro činnost REIT společností. Ze kterých vyplynula výsledná skladba.

Celkovou výhodou tak, kromě samotné jednoduchosti pořízení a nalezení jako alternativní investice vykazují REIT společnosti značnými výhodami. Které jsou daňového charakteru, kdy pokud splní zákonné podmínky, tak jsou osvobozeny od daně z příjmu, což je pro konečného investora více než zajímavé, než kdyby uvažoval o pořízení skutečné nemovitosti. Z toho plyne, opět pro investora, jedna z nejzásadnějších podmínek pro daňové osvobození a to, že REIT společnosti musí minimálně 90 % svého zisku distribuovat investorům ve formě dividend. To otevírá pro fond a jeho

správce další možnosti. Tento pravidelný příjem, který u sledovaných společností se ukázal jako dostatečně vysoký, minimálně v tržním srovnání. Bude v rámci růstové strategie využit na další reinvestování, díky němuž se podílníkům bude rychleji navyšovat jejich majetek.

Další podstatnou věcí je i poplatková politika, která doposud nebyla zohledňována. Využití ETF fondu SPDR S&P 500 ETF (SPY) je opět jeho správcí zpoplatněno a ve výsledku je tvořen fond fondů, avšak díky tomu, že jde o pasivně spravovaný fond navázaný na tento jeden z nejvýznamnějších akciových indexů, tak je velmi levný, což je výhodou pro investory, kteří dostanou nižší a akceptovatelnější manažerský poplatek. Stejně je to i se strategií na úrovni správce podílového fondu, který ji váže opět na pasivní správu, což je 75 % fondu. Aktivně bude přehodnocována pouze část připadající na REIT společnosti, která je ovšem pouze čtvrtinová. Díky těmto aspektům bude možné klientům nabídnout produkt s přijatelným tzv. TER ukazatelem, ale také, který bude dosahovat alespoň výnosů benchmarku v podobě trhu. Díky čemuž se fond zařadí do kategorie spíše indexových podílových fondů, které primárně chtějí alespoň kopírovat trh.

Riziko, které v současné chvíli plyne pro správce podílového fondu, a na který musí být upozorněn a brát jej v potaz je především zvyšování úrokových sazeb a posilování dolaru. Což ve výsledku bude způsobovat pokles akciového trhu a díky korelaci, která byla prokázána, tak i trhu nemovitostí. Tedy vytvořené portfolio je v jednotlivých instrumentech včetně alternativního doplňku kladně korelováno. Předpoklad správce fondu je ve faktu, že návrh byl vytvořen za podmínek platných ke konci roku 2016. A také vychází z předpokladu politiky prosazované nastupujícím prezidentem Donaldem Trumpem tedy nových fiskálních stimulů a také snižování daňového zatížení, jak pro obyvatelstvo, tak korporace. Toto následně znamená vyšší výdaje a snížení příjmů, což bude podporovat předpoklad, že bude zachována snaha o udržení nízkých úrokových sazeb i nadále, tak aby bylo možné tuto politiku účinněji prosazovat za dostupných prostředků. Protiklad tomuto předpokladu tvoří vývoj nastavený Federálním rezervním systémem, který chce následně postupnými kroky zvyšovat úrokové sazby. Nicméně aktuální předsedkyni končí mandát v roce 2018, což znamená prostor pro nového

prezidenta k možnému ovlivnění výběru nového, který bude více „svolný“ pro jím nastavovanou hospodářskou politiku, pro kterou bude výhodné držet náklady na dluhové financování na stále přijatelné úrovni.

ZÁVĚR

V této práci bylo řešeno několik parciálních cílů, kdy první dva byly spojeny s počátky krize a následným vývojem. Dále pak byly řešeny dopady pokrizového vývoje, jeho řešení z ekonomického pohledu a současný stav americké ekonomiky. Na základě čehož byla zpracována makroekonomická analýza.

Z hlediska krize, která započala v roce 2007, kdy došlo ke splasknutí bubliny na nemovitostním a hypotečním trhu, byl celý finanční sektor velmi silně rozkolísán. K tomu přispěly i pády bank s více, jak stoletou tradicí, resp. Bearn Stearns, která musela být prodána a z části sanována americkou vládou. Zásadní dopad pak měl krach Lehman Brothers, který byl ze strany vlády ponechán svému osudu a zaniknul. Což pro trh mělo velmi nedožrnné následky v podobě credit crunch, kdy díky vysoké nedůvěře bank mezi sebou došlo k zamrznutí mezibankovního trhu.

Vstoupit, tak musela americká vláda, s kroky k řešení a stabilizaci finančního systému jako celku. Proto byl vytvořen program TARP, který byl sanačním programem, který napumpoval do jednotlivých subjektů na trhu injekce likvidity pro překlenutí nejhorší situace. Kritiky byl označován jako program, který zachraňuje soukromé subjekty z veřejných financí daňových poplatníků, nicméně i přesto se nakonec díky jeho struktuře ukázal jako ziskový, byť celý výstup byl spíše nechtěným vítězstvím. Vláda jako exit programu TARP, kdy nakoupila akcie jednotlivých společností, je prodávala zpět a další prostředky se navracely z udělených pokut a soudních sporů.

Nicméně zásadním dopadem bylo započnutí nejhorší krize od Velké hospodářské krize ve 20. letech 20. století. To mělo za následek strnutí ekonomiky USA i globálního světa, snížení hrubého domácího produktu, snížení celkového výstupu ekonomiky a zvýšení nezaměstnanosti, atd. Na to bylo třeba z pozice vlády i centrální banky reagovat. Ze strany vlády bylo přistoupeno k fiskálním stimulům do ekonomiky a centrální banka začala praktikovat až extrémně expanzivní monetární politiku, kdy primárním řešením bylo snížení úrokových sazeb až na technickou nulu, které setrvaly až do prosince roku 2016. Krize tak byla velmi vleklá a vyžádala si i další nestandardní

řešení, kterým bylo kvantitativní uvolňování, kdy FED začal ve třech provedených tranších skupovat dluhopisy z trhu, kam obratem chrlil natištěné peníze. Čímž trh dostal mezi lety 2010 až 2014 náklad obrovského množství likvidity, kterou nebyl zcela schopný absorbovat. Řešení krize se táhlo až do roku 2016, kdy poprvé bylo přistoupeno k navyšování základní úrokové sazby.

Z hlediska makroekonomické analýzy jsme mohli dojít k několika závěrům. Především, že trh byl velmi pokřiven a došlo k narušení správné, efektivní alokaci kapitálu. Stále na trhu zůstává obrovské množství volné likvidity. Ale také, že řešení krize dokázalo způsobit obrovské navýšení zadluženosti, jak soukromého, tak vládního sektoru. V čemž pro budoucnost spočívá obrovské, až katastrofální riziko. Což dává i opodstatnění pro domněnku, že nebude možné úrokové míry zvedat drasticky, tak aby mohlo jejich zvyšování způsobit nový propad ekonomiky.

Léčba dopadů krize, tak do jisté míry byla provedena jen potlačením základních symptomů, ale nemoc může bujet stále dál. Především zadluženost, která u většiny států, včetně USA vystoupala na astronomická čísla, kdy při současném stagnujícím vývoji, který trvá nikoliv od vypuknutí krize, ale již několik desetiletí, může skončit dluhovou pastí, kdy se překročí pomyslná hranice, kdy bude jasné, že dluhy jsou ve svém celku nesplacitelné. Další z tohoto vyplývajícím rizikem je inflační šok, který opět může způsobit obrovský dopad na fungování celého, nejen ekonomického světa. Kdy obrovská přemíra likvidity se při transformaci Fischerovou rovnicí může změnit na zabijáka globálního světa, kde díky provázanosti nebude nikdo ušetřen.

Na trzích, tak došlo k neefektivnímu rozložení a využívání kapitálu, kde jsou živeny projekty, které by jinak neměly šanci na úspěch. Díky přemíře volných zdrojů a nízkých úrokových sazeb byl zdecimován dluhopisový trh, kdy vlády a některé i se záporným úrokem financují svoje fiskální investice, v čemž jim velmi zdatně sekundují centrální banky, kdy FED kvantitativním uvolňováním, resp. skupováním i vládních dluhopisů v podstatě monetizuje dluh. Výnosy jsou tedy nulové až záporné, kdy investoři nemají o ně větší zájem a například penzijní fondy, které ze své podstaty nemají, díky regulím, jinou možnost než tato aktiva stále kupovat. A konečným dopadem je zvyšování rizika,

ovšem při nezohledňování rizikové přírážky vyjádřené v úrokové sazbě. Ale opět to může vytvářet určité předpoklady pro výhled udržení úrokových sazeb na nízkých úrovních, kdy nikdo nebude riskovat jejich zvýšení a možné problémy globálně všech dlužníků.

Americká ekonomika, tak i při dobrých číslech makroekonomických ukazatelů, alespoň, jak vyplývá z novinových článků stále není ve zcela stabilizované situaci, což ovšem platí pro celý svět. Krize nebyla zcela zažehnána, či resp. připravila podhoubí pro novou a to ještě větší. Je vidět určitá stagnace a je tak pro investory vůbec dnes těžké soudit, kam vůbec svoje prostředky investovat.

Což bylo globálním cílem práce, najít přijatelné portfolio pro otevřený podílový fond, který využívají drobní střadatelé z řad obyvatelstva a firem. K čemuž byly hledány i alternativy, které mohou pomoci zajistit určitý výnos, ale hlavně pomoci ke stavbě otevřeného podílového fondu, který svůj investiční horizont plánuje na desítky let.

Výstupem, který byl vyzkoumán v předchozí kapitole je částečná ignorace výsledků makroekonomické analýzy a spolehnout se na akciový trh jako celek, který v rámci zajištění nízké nákladovosti a především diverzifikace, byl postaven z indexu amerických akcií S&P 500, který představuje pět set největších amerických firem. Získáváme, tak pasivně spravovaný průřez celou ekonomikou USA ve všech předních sektorech průmyslu a služeb. Dosahujeme tím, tak výnosu trhu, což eliminuje větší lidská pochybení při portfoliomanagementu daného fondu.

Nicméně výsledný fond je doplněn, jak vyšlo z důkladného průzkumu trhu o alternativní složku, kterou představují nemovitosti. Je ovšem nemožné uvažovat nákup nemovitostí, zde spravovaným fondem na trhu v USA. Proto došlo k rozhodnutí tyto nemovitosti kupovat skrze Real estate investment trusty, což jsou firmy, jejichž akcie kupujeme a oni samy o sobě nakupují předmětné nemovitosti, které spravují za účelem zisku.

Je to tak velmi zajímavá alternativa, jak doplnit portfolio o další prvek a zajistit i další diverzifikaci skrze jednotlivé sektory nemovitostního trhu. Proto jsou zastoupeny v poměru 25 % aktiv fondu, čtyři společnosti, které se specializují na rezidenční a zdravotnické nemovitosti, dále pak nemovitosti pro maloobchodní prodej a skladovací prostory. Tyto REIT společnosti, tak nabízí i zajímavý a stabilní dividendový výnos a svoji činnost dokáží při splnění určitých podmínek osvobodit od daně. Z těchto důvodů se staly velmi zajímavým doplňkem a při přímém srovnání benchmarku s trhem bylo zjištěno, že jejich výnosy jsou v podstatě shodné jako s výnosem trhu.

Nicméně je třeba nezapomínat na rizika, která si nesou. Jsou mnohem volatilnější než jejich „podkladová aktiva“, resp. nemovitosti. A také při pohledu na srovnání s trhem, který je vyjádřen indexem S&P 500, jsou tyto společnosti velmi silně korelovány a dá se tak konstatovat, že nedokáží zcela efektivně nabídnout alternativu proticyklického vývoje. V čemž plyne výstraha pro správce podílového fondu, že případný propad na akciových trzích, stejně tak zasáhne i trh nemovitostí.

Na druhou stranu se jejich očekávání nese hlavně z pohledu rozložení portfolia jako určité alternativy a odpovědi na současný trh a období extrémně nízkých úrokových sazeb. Kterým nemovitosti dokáží částečně odolat, zvláště když jejich příjmy plynou z pronájmů, které jsou rozvrstveny skrze jednotlivé společnosti, jak na velmi krátké, například měsíční až po dlouhodobé v řádech let, jako u zdravotnických zařízení. Což opět dokáže generovat určitou stabilitu dividendového příjmu, ale také dokáže reagovat na inflační výkyvy v případě příchodu inflačního šoku, kdy tyto rozptyly jsou komponovány do očekávání v rámci nastavování nájmů a nájemních smluv, které obsahují například inflační doložky atd.

Celkové portfolio obsahuje také riziko politické, kdy je v dnešní době vidět rozpor mezi americkým prezidentem Donaldem Trumpem a FEDem, kde se prezident snaží o prosazování svého programu, který je postaven na snižování daní a dalších fiskálních výdajích, tedy z tohoto ohledu je pro něj příznivé udržet úrokové sazby na nízkých hodnotách, tak aby tyto výdaje mohly být levně financovány. I z důvodu toho, že aktuální předsedkyni FEDu Janet Yellenové končí mandát v roce 2018 a současný

prezident může promluvit do výběru nového předsedy, tak mu dává větší prostor pro prosazování pokračování politiky nízkých úrokových sazeb.

Druhý předpoklad, který je správcem podílového fondu uvažován při rozhodnutí o jeho požadavcích je i zvyšující se zadlužování a to především z pohledu státu, který dokáže ovlivnit, alespoň v určité míře monetární politiku. Minimálně, například výběrem vhodného člověka do předsednictví FEDu, který bude ochotný více naslouchat aktuální politice prezidenta. Díky tomu bude snaha zachovat úrokové sazby na nízké úrovni i nadále a jak vyplynulo z makroekonomické analýzy, tak ani ekonomika USA není ještě po dopadech a řešení krize zcela ve sto procentním stavu, což tuto úvahu může podporovat. Ani k domácnostem a firmám, které primárně tvoří výstup ekonomiky a pracovní pozice není neúměrné navyšování úrokových sazeb žádoucí, aby nebyl ohrožen jejich současný růst a zaměstnanost v rámci státu, která navíc byla i řešena jako nejvyšší priorita v rámci dopadů pokrizového vývoje v USA.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- 1) Akcieatrhly.cz. *REIT (Real Estate Investment Trust)* [online]. Praha: Moneta Investment, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://akcieatrhly.cz/cz/dividendy-reits>
- 2) E15. *Jak vlastně funguje to slavné kvantitativní uvolňování?* [online]. Praha: ČTK, 2012 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-quantitativni-uvolnovani-914790>
- 3) FED. *Monetary Policy Report to the Congress 2009* [online]. Washington D.C.: FED, 2009 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20090224_mprfullreport.pdf
- 4) FED. *Monetary Policy Report to the Congress 2010* [online]. Washington D.C.: FED, 2010 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20100721_part1.htm
- 5) FED. *Monetary policy report 2017* [online]. Washington D.C.: FED, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20170214_mprfullreport.pdf
- 6) Forbes. *Why REITs Will Soar In 2017 - And The 5 Best Buys Now* [online]. Jersey City: Forbes Media LLC., 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/brettownens/2017/01/28/why-reits-will-soar-in-2017-and-the-5-best-buys-now/#72d719e05c43>
- 7) GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. Praha: Grada, 2015, 176 s. : grafy. ISBN 978-80-247-5375-1.
- 8) GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1205-9.
- 9) Ihned.cz. *Státní záchrana USA před krizí skončila. Pomoc bankám se překvapivě vyplatila* [online]. Praha: Economia, 2010 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-46796180-usa-vydelaji-na-zachrane-bank-10-miliard>
- 10) Ihned.cz. *Americké banky vracejí půjčky z krize. I s úroky* [online]. Praha: Economia, 2013 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-61275280-americke-banky-vraceji-pujcky-z-krize-i-s-uroky>

- 11) Ihned.cz. *Záchrana bank se americké vládě vyplatila. Na pokutách vybrala desítky miliard dolarů* [online]. Praha: Economia, 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-65102130-jak-vydelat-na-krachu>
- 12) Ihned.cz. *Fed zvýšil základní úrokovou sazbu. Vedl ho k tomu růst inflace a vyšší zaměstnanost* [online]. Praha: Economia, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-65660420-fed-zvysil-zakladni-urokovou-sazbu-vedl-ho-k-tomu-rust-inflace-a-vyssi-zamestnanost>
- 13) Ihned.cz. *Fed zvýšil sazby potřetí od konce krize* [online]. Praha: Economia, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-65660880-fed-zvysil-sazby-potreti-od-konce-krize>
- 14) Ihned.cz. *Fed ukončil nákupy dluhopisů. Úrokové sazby zůstanou nízké* [online]. Praha: Economia, 2014 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63027960-usa-fed-ukonceni-nakupu-dluhopisu>
- 15) Ihned.cz. *Kvantitativní uvolňování pomůže jen mírně, strukturální problémy nevyřeší* [online]. Praha: Economia, 2014 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://nazory.ihned.cz/machacek-reakce/c1-62011380-quantitativni-uvolnovani-pomuze-jen-mirne-strukturalni-problemy-nevyresi>
- 16) Investopedia.com. *Funds From Operations (FFO) To Total Debt Ratio* [online]. New York: Investopedia, LLC., 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/c/capitalization-ratios.asp>
- 17) KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010, 266 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3583-2.
- 18) KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008, xiii, 135 s. : il. 1 CD-ROM. ISBN 978-80-7179-713-5.
- 19) Marketrealist.com. *REITs: Everything Investors Need to Know* [online]. New York: Market Realist, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://marketrealist.com/2015/08/methods-used-determine-reits-valuation/>
- 20) MISHKIN, Frederic S. *The economics of money, banking, and financial markets*. Eleventh edition, global edition. Boston: Pearson, [2016], c2016. 724 stran. The Pearson series in economics. Always learning. ISBN 978-1-292-09418-2.

- 21) Morningstar.com. *Public Storage PSA* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/psa/quote.html>
- 22) Morningstar.com. *Ventas Inc VTR* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/vtr/quote.html>
- 23) Morningstar.com. *Simon Property Group Inc SPG* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/spg/quote.html>
- 24) Morningstar.com. *Preferred Apartment Communities Inc APTS* [online]. New York: Morningstar, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://beta.morningstar.com/stocks/xnys/apts/quote.html>
- 25) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011. ISBN 978-80-7418-128-3.
- 26) REJNUŠ, Oldřich. *Vývoj světové ekonomiky a Evropské unie v soudobých podmínkách extrémně nízkých úrokových sazeb a "tisknutí" peněz* [online]. 2016, 160-177 [cit. 2017-03-25]. ISBN 978-80-263-1122-5. Dostupné z: <http://hdl.handle.net/11012/63700>
- 27) Roklen 24. Bill Gross: *Světový dluh jako vězeňský systém USA* [online]. Praha: Roklen Fin, 2017 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/wGYaY/bill-gross-svetovy-dluh-jako-vezensky-system-usa>
- 28) SAMUELSON, Paul Anthony a William D. NORDHAUS. *Ekonomie: 18. vydání*. Praha: NS Svoboda, 2007, 775 s. : il. ISBN 978-80-205-0590-3.
- 29) Saxobank.cz. *Kvantitativní uvolňování* [online]. Praha: Saxo bank, 2017 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://cz.saxobank.com/support/slovník-pojmu/kvantitativni-uvolnovani>
- 30) SHILLER, Robert J. *Investiční horečka: iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 1. vyd. Překlad Radim Laník. Praha: Grada Publishing, 2010, 293 s. Investice. ISBN 978-80-247-2482-9.
- 31) VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. : grafy, tab. ISBN 978-80-86929-71-2.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Základní druhy (tzv. „klasických“) finančních a reálných investičních instrumentů	19
Obrázek 2: Vývoj a predikce HDP v USA	35
Obrázek 3: Vývoj a predikce inflačního vývoje v USA	37
Obrázek 4: Vývoj a predikce inflace PCE v USA	37
Obrázek 5: Vývoj nezaměstnanosti v USA	38
Obrázek 6: Vývoj a predikce nezaměstnanosti v USA.....	39
Obrázek 7: Vývoj základní úrokové sazby	40
Obrázek 8: Vývoj zadluženosti domácností v USA	43
Obrázek 9: Vývoj soukromého dluhu vůči HDP	44
Obrázek 10: Vývoj vládního dluhu USA.....	45
Obrázek 11: Vývoj vládního dluhu vůči HDP	46
Obrázek 12: Vývoj bilance FEDu.....	48
Obrázek 13: Vývoj peněžního agregátu M0 v USA	49
Obrázek 14: Vývoj úrokových sazeb amerických dluhopisů	52
Obrázek 15: Vývoj vládního dluhu vůči HDP	53
Obrázek 16: Vývoj indexu S&P 500 za 10 let.....	57
Obrázek 17: Vývoj indexu S&P 500 za 20 let.....	58
Obrázek 18: Vývoj Case-Shillerova indexu cen nemovitostí	60
Obrázek 19: Vývoj počtu prodejů existujících nemovitostí v USA	61
Obrázek 20: Vývoj počtu prodejů nových nemovitostí v USA	62
Obrázek 21: Vývoj úrokových sazeb hypotečních úvěrů v USA	62
Obrázek 22: Historický vývoj indexu S&P 500	66
Obrázek 23: Sektorové rozložení portfolia SPY	67
Obrázek 24: Vývoj výkonnosti SPY.....	68
Obrázek 25: Hodnocení SPY dle Morningstar.com	69
Obrázek 26: Porovnání vývoje SPY; VNQ a 10Y Treasury	70
Obrázek 27: Vývoj hodnoty VNQ	72
Obrázek 28: Vývoj hodnoty PSA	73
Obrázek 29: Ocenění vnitřní hodnoty PSA dle Morningstar.com.....	73

Obrázek 30: Vývoj hodnoty SPG	74
Obrázek 31: Ocenění vnitřní hodnoty SPG dle Morningstar.com	74
Obrázek 32: Vývoj hodnoty VTR.....	75
Obrázek 33: Ocenění vnitřní hodnoty VTR dle Morningstar.com	76
Obrázek 34: Vývoj hodnoty APTS	77
Obrázek 35: Ocenění vnitřní hodnoty APTS dle Morningstar.com	77
Obrázek 36: Techniky oceňování REIT	78
Obrázek 37: Vývoj procentuální změny FFO.....	86
Obrázek 38: Vývoj Dividend Yield	87
Obrázek 39: Procentuální vývoj Dividend Yield.....	87
Obrázek 40: Srovnání výnosů titulů s benchmarkem	88
Obrázek 41: Srovnání VNQ a SPY	89
Obrázek 42: Korelace ročních výnosů mezi VNQ a SPY	90
Obrázek 43: Korelace ročních výnosů mezi VNQ a SPY (denní).....	90

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Rozložení REIT společností v portfoliu	92
Graf 2: Celková skladba portfolia fondu	93

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Hodnoty ukazatelů PSA.....	79
Tabulka 2: Hodnoty ukazatelů SPG.....	80
Tabulka 3: Hodnoty ukazatelů VTR.....	81
Tabulka 4: Hodnoty ukazatelů APTS	82
Tabulka 5: Srovnání hodnot ukazatelů (k 31.12.2016).....	83
Tabulka 6: Skladba a výsledky hodnotících ukazatelů	85
Tabulka 7: Vstupní data pro výpočet bodovací metody	91
Tabulka 8: Výsledné hodnocení dle bodovací metody	91
Tabulka 9: Výsledné rozložení portfolia	92